

Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет
Институт “Высшая школа менеджмента”

**Взаимосвязь корпоративного управления и результативности сделок по
слияниям и поглощениям**

Выпускная квалификационная работа
студентки 4 курса программы бакалавриата
по направлению 080200 “Менеджмент”,
профиль – Финансовый менеджмент
ТУМАРЕВОЙ Марии Андреевны

(подпись)

Научный руководитель:

к.э.н., доцент

ИЛЬИНА Юлия Борисовна

(подпись)

«_____» _____ 2017г.

Санкт-Петербург

2017

ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ХАРАКТЕРЕ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Я, _____, студент ____ курса магистратуры направления 080500 - «Менеджмент», заявляю, что в моем отчете по работе над магистерской диссертацией на тему

«.....»
.....
.....»,

представленной комиссии для публичной защиты, не содержится элементов плагиата.

Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Я ознакомлен с действующим в Высшей школе менеджмента СПбГУ регламентом учебного процесса, согласно которому обнаружение плагиата (прямых заимствований из других источников без соответствующих ссылок) является основанием для выставления за выпускную квалификационную работу оценки «неудовлетворительно».

_____(Подпись студента)

_____(Дата)

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	4
ГЛАВА 1. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И ЕГО ОСНОВНЫЕ МЕХАНИЗМЫ	7
1.1. Корпоративное управление и агентская проблема.....	7
1.2. Развитие корпоративного управления в России	10
1.3. Внешние и внутренние механизмы корпоративного управления.....	11
1.4. Основные характеристики Совета директоров: анализ исследований.....	15
ГЛАВА 2. СДЕЛКИ М&А: БАЗОВЫЕ ПОНЯТИЯ И ОСОБЕННОСТИ РОССИЙСКОГО РЫНКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ	23
2.1. Понятие сделок слияния и поглощения.....	23
2.2. Оценка результативности сделок М&А	27
2.3. Подходы к оценке результативности сделок М&А.....	29
2.4. Закономерности и особенности процессов слияний и поглощений	33
на российском рынке	33
2.5. Сделка М&А: мини-кейс из российской практики	36
2.6. Роль Совета директоров в сделках М&А: основные гипотезы	41
ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ	46
3.1. Регрессионный анализ.....	53
3.2. Построение регрессионной модели для CAR [-1,+1]	59
3.3. Построение регрессионной модели для CAR [-5,+5]	60
3.4. Анализ полученных результатов.....	61
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	66
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	68
ПРИЛОЖЕНИЯ	72

ВВЕДЕНИЕ

Мировая экономика в настоящее время демонстрирует тенденцию к глобальной интеграции, проявляющейся в выходе компаний на новые рынки, в том числе и за счет сделок по слиянию и поглощению. Если мировой рынок слияний и поглощений (M&A) насчитывает уже около пяти волн сделок, то российский рынок еще относительно молод, но, тем не менее, не отстает от других стран и развивается уверенными темпами. Так, в начале 2017 года рынок слияний и поглощений с участием российских компаний продемонстрировал взрывной рост: суммарная стоимость сделок за январь-февраль достигла почти \$7 млрд. – в 2,5 раза больше, чем за тот же период прошлого года.

Другой тенденцией мировой бизнес-среды является возрастающая роль корпоративного управления. И это объяснимо: многие стратегически важные решения, в том числе и решения относительно проведения сделок M&A, связаны с огромной ролью в них человеческого фактора: почти все решения принимаются и одобряются менеджментом и Советом директоров компании. Кроме того, последний орган управления, наделенный определенными полномочиями, призван контролировать действия менеджмента. Необходимость такого контроля вытекает из существования агентского конфликта – базовой проблемы корпоративного управления, связанной с делегированием собственником компании (принципалом) полномочий по принятию решений менеджеру (агенту). А такой набор факторов как принцип максимизации личной выгоды сторонами отношений, наличие базовой информационной асимметрии, неопределенность будущего и разное восприятие риска лишь обостряет агентскую проблему, которая может отразиться в недобросовестности при проведении сделок M&A.

В настоящее время 89% заключаемых сделок M&A по данным компании Ernst&Young в России являются неудачными. Зачастую причинами таких неудач выступает низкая стоимость компании-мишени, большой объем свободных средств у компании-поглотителя, а также “самоуверенность” менеджмента, полагающего, что цена компании-мишени занижена и поэтому “нужно покупать”. Именно из-за таких попустительских действий главных управляющих компаний вопрос эффективной организации работы Совета директоров как основного внутреннего механизма корпоративного управления, призванного контролировать действия менеджмента, привлекает к себе все больше внимания в последнее время. Основной задачей на российском рынке сейчас является анализ зарубежных практик в области корпоративного управления, затрагивающих в том числе и вопрос оптимального состава Совета директоров в компании, и адаптация наиболее успешных из них на российском рынке.

Наличие перечисленных выше тенденций на российском рынке, а также подтверждающая их актуальная статистика, в том числе и по проблемным зонам, определили тему данного исследования: взаимосвязь корпоративного управления и результативности сделок по слияниям и поглощениям. В данной работе был проанализирован ряд исследований и изучен набор литературы по заявленной тематике. Основные работы были связаны с базовыми характеристиками Совета директоров и их ролью в сделках M&A: размером Совета директоров, долей независимых директоров в совете, занятым Советом директоров и средним возрастом его членов.

Основной целью данной работы является выявление взаимосвязи между показателями корпоративного управления и результативностью сделок по слияниям и поглощениям. Для достижения поставленной цели был составлен следующий список задач:

- Проанализировать понятие корпоративного управления и его основные механизмы, а также основные аспекты сделок слияния и поглощения
- Провести эмпирическое исследование для выявления характера взаимосвязи между основными факторами корпоративного управления и ценами акций в сделках слияния и поглощения
- Сделать выводы на основе полученных результатов и предоставить рекомендации акционерам фирм, их членам Совета директоров, топ-менеджменту компании и ее иным заинтересованным сторонам относительно состава и организации работы Совета директоров для заключения более успешных сделок M&A.

Структура данной работы соответствует логике поставленных задач. Первая глава посвящена анализу понятия корпоративного управления, его основных механизмов, а также агентского конфликта – проблеме, лежащей в основе теории агентских отношений. Вторая глава охватывает основные понятия, связанные со сделками M&A, обзор российского рынка слияния и поглощений, а также включает анализ роли состава Совета директоров в проводимых сделках, на базе которого выдвигаются исследовательские гипотезы. Третья глава представляет собой эмпирическое исследование, призванное проверить выдвинутые в предыдущей главе гипотезы. Эмпирическое исследование состоит из двух частей: метода event-study и построения регрессионных моделей. Event-study позволяет вычислить значения показателя результативности сделок M&A, выступающего в качестве зависимой переменной в регрессионной модели, строящейся на следующем шаге эмпирического исследования и позволяющей проверить выдвинутые ранее гипотезы.

В результате проведенного исследования были приняты гипотезы об отрицательной взаимосвязи между занятым Советом директоров поглощающей компании и результативностью сделок M&A и о положительной взаимосвязи между долей

независимых директоров в совете поглощающей компании и результативностью сделок M&A. Кроме того, не были ни приняты ни отклонены гипотезы о нелинейной взаимосвязи между размером Совета директоров поглощающей компании и результативностью сделок M&A, а также о положительной взаимосвязи между средним возрастом членов Совета директоров поглощающей компании и результативностью сделок M&A. Такой результат оставляет простор для продолжения исследования в данной области. Кроме того, на основе результатов исследования были сделаны управленческие рекомендации для акционеров компании, ее топ-менеджмента и самих членов Совета директоров.

ГЛАВА 1. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И ЕГО ОСНОВНЫЕ МЕХАНИЗМЫ

Данная глава посвящена анализу базовых понятий корпоративного управления и его внутренних и внешних механизмов. Основное внимание уделяется главному внутреннему механизму корпоративного управления - Совету директоров. На базе многочисленных исследований и работ прослеживается роль данного органа управления в деятельности компаний, как международных, так и российских.

1.1. Корпоративное управление и агентская проблема

Корпоративное управление связано с взаимодействием различных сторон, как физических, так и юридических, вовлеченных в разные аспекты функционирования компании и имеющих различные интересы в ее деятельности. Ввиду широкого охвата различных сфер деятельности фирмы понятие корпоративного управления достаточно объемно и может быть выражено через ряд определений. Так, например, корпоративное управление можно рассматривать как “систему взаимоотношений между владельцами компании, ее менеджерами и иными заинтересованными в деятельности компании сторонами по вопросам защиты интересов каждой из сторон, обеспечения эффективности деятельности компании, устойчивости ее деятельности” [Бухвалов, Смирнов, 2012, с.181-182]. А вот Банк России дает несколько определений понятию корпоративного управления. Одно из них рассматривает корпоративное управление как “комплекс мер и правил, которые помогают акционерам контролировать руководство компании и влиять на менеджмент с целью максимизации прибыли и стоимости предприятия”.¹ Кроме того, каждая компания, формулируя для себя стратегию организации корпоративного управления, определяет для себя и базовые понятия, связанные с ней.

Предмет корпоративного управления тесно связан с управленческой проблемой, в основе которой лежит процесс отделения собственности от менеджмента и “агентская проблема”, возникающая на фоне данного процесса. Кроме того, проблематика корпоративного управления тесно связана с теорией фирмы. Согласно данной теории корпорация – это объединение, собственность которого “распылена”, что в свою очередь приводит к делегированию акционерами полномочий по управлению компанией менеджерам [Berle, Means, 1932]. Согласно же теории М. Дженсена и У.Меклинга фирма представлена через контрактное описание взаимоотношений между собственниками, менеджерами и кредиторами [Jensen, Meckling, 1976]. Авторы данной работы также уделяют большое внимание проблеме отделения собственности от управления. При таком

¹Банк России [Электронный ресурс]: информ. - аналит. материалы. – Электрон. дан. – М., сор. 2000–2017. – URL: <https://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation> (дата обращения: 10.03.2017).

раскладе дел собственник, как правило, оставляет за собой контроль за основными правилами игры и ключевыми решениями, тогда как полномочия по разработке стратегии компании и контроль за текущей деятельностью делегируются управляющему, который выбирается через общее собрание акционеров [ФЗ об АО, ст.69]. Собственники рассчитывают на то, что:

- Менеджеры нацелены на максимизацию благосостояния акционеров
- Представления собственников и менеджеров о дальнейшем развитии компании совпадают

Именно в такой ситуации рано или поздно возникают различия в интересах собственника и менеджера, порождающие “агентскую проблему”. Агентский конфликт вытекает из теории агентских отношений, которая основана на отношениях между “принципалом” и “агентом”, где в качестве первого выступает акционер фирмы, а второго – менеджер фирмы. В идеале менеджеры должны всегда действовать в интересах акционеров, максимизируя ценность их капитала. Однако не исключены ситуации, в которых менеджер принимает решения, выгодные лично для него и наносящие ущерб интересам собственников. Кроме того, в некоторых случаях фирма сталкивается с оппортунистическим поведением менеджеров, которое заключается в ряде неблагоприятных для компании действий со стороны топ-менеджеров (договоры с “откатом”, приобретение продуктов или услуг для личной выгоды и т.д.) [Бухвалов, Смирнов, 2012]. Обостряет существующий конфликт набор факторов, образующий условия для его развития и включающий в себя следующие составляющие:

- Принцип максимизации личной выгоды сторонами отношений – каждая из сторон контракта стремится к удовлетворению собственных интересов
- Наличие базовой информационной асимметрии, подразумевающее лучшую информированность агента о положении дел в компании по сравнению с принципалом. Кроме того, действия агента и его уровень усилий не поддаются непосредственному наблюдению со стороны принципала, что также усложняет существующий агентский конфликт
- Неопределенность будущего – на результат и содержание действий агента влияют события, непредвиденные заранее, вне рамок его контроля и контроля со стороны принципала
- Разное восприятие риска, заключающееся в нацеленности принципала и агента на различные временные перспективы. Принципалы, как правило, обладают диверсифицированным портфелем активов и могут быть более склонны к риску, чем

агенты, извлекающие полезность от своих ресурсов в рамках конкретной компании или проекта

Стоит отметить, что проблематика корпоративного управления междисциплинарна и представляет собой сплав следующих дисциплин: экономической теории, менеджмента, финансов и права. Само же корпоративное управление дает интегральное видение не только отдельных функциональных направлений, а развития компании в целом в существующей внешней экономико-правовой среде с позиций разных заинтересованных сторон. [Бухвалов, Смирнов, 2012, с.181-182].

Корпоративное управление играет значительную роль в деятельности компаний. Причем, данная роль распространяется на все сферы деятельности фирм, начиная от разработки стратегии компании и заканчивая эффективностью выполнения мелких, но нужных задач. Говоря об инвестиционной стратегии компании, частью которой являются сделки по слиянию и поглощению, стоит отметить важность разработки и внедрения грамотной системы корпоративного управления. Важность таких действий обусловлена в том числе и поведением инвесторов на рынке, которые вкладывают деньги в компании с эффективной системой управления и контроля за своей деятельностью. Основной вывод можно сформулировать следующим образом: корпоративное управление – это один из определяющих факторов в принятии инвестиционных решений, - что было доказано компанией McKinsey. По результатам ее исследования "свыше 80% инвесторов заявляют о своей готовности платить больше за акции компаний с хорошим качеством корпоративного управления по сравнению с компаниями, где управление находится на низком уровне" (McKinsey & Co., Investor Opinion Study, June 2000).² Хорошо организованная система корпоративного управления:

- Повышает инвестиционную привлекательность фирмы
- Помогает привлечь инвесторов на длительный период
- Позволяет снизить стоимость кредитования
- Увеличивает рыночную стоимость компании³

Кроме того, помимо существенного влияния качества организации корпоративного управления в компании на ее рыночную стоимость, а также инвестиционную привлекательность, оно также влияет на взаимоотношения между рядом лиц: исполнительными менеджерами, Советом директоров, акционерами и другими.

² Банк России [Электронный ресурс]: информ.-аналит. материалы. – Электрон. дан. – М., сор. 2000–2017. – URL: <https://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation> (дата обращения: 05.03.2017).

³ Банк России [Электронный ресурс]: информ.-аналит. материалы. – Электрон. дан. – М., сор. 2000–2017. – URL: <https://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation> (дата обращения: 07.03.2017).

Несовпадение интересов и реальных целевых установок данных лиц приводят к обострению агентской проблемы в компании.

1.2. Развитие корпоративного управления в России

Российская модель корпоративного управления еще находится в стадии своего формирования. Основным фактором для ее развития стало начало процесса приватизации государственной собственности в начале 1990-х, который привел к возникновению самого понятия корпоративной собственности. В те времена рынок, общество и фирмы функционировали в хаотичном порядке, что зачастую приводило к возникновению конфликтов между собственниками и менеджментом компаний, которые довольно часто разрешались с помощью антиправовых способов. Такая тенденция породила острую потребность в создании правовой базы для разрешения подобных агентских конфликтов. Так, в 1996 году был принят акт “Об акционерных обществах”, который однако не разрешил все насущные проблемы в области корпоративного управления тех времен. Тем не менее, этот первый шаг подготовил рынок к будущим изменениям и вызвал бурный интерес к существующей проблематике в области корпоративного управления у большого количества корпораций, что сделало возможным осуществление последующих шагов в данной области.

Подготовленность рынка выразилась в активном формировании модели корпоративного управления в 2000-х годах. Началось внедрение кодексов корпоративного управления большим числом корпораций, проходили многочисленные семинары и дискуссии по данной области знаний, а также начался выпуск публикаций и статей по актуальной тематике корпоративного управления.⁴ Кроме того, в 2002 году был утвержден Кодекс корпоративного поведения для организаций, а в 2014 году был также введен Кодекс корпоративного управления. Эти мероприятия внесли большой вклад в развитие системы корпоративного управления в России.

Касаясь современных тенденций в области корпоративного управления, стоит отметить, что существующие на данный момент кодексы корпоративного управления и поведения имеют статус законодательно-нормативных актов, что говорит о необязательности их соблюдения. И, действительно, с учетом российских реалий ведения бизнеса существует ряд причин, по которым российские компании считают организацию корпоративного управления в компании лишней затратой сил, времени и денег. Во-первых,

⁴ Модели корпоративного управления [Электронный ресурс] // Вестник ICC, 2011-2017. – Режим доступа: <http://www.iccwbo.ru/blog/2016/modeli-korporativnogo-upravleniya> (дата обращения: 06.03.2017)

эффективное корпоративное управление подразумевает прозрачность и открытость ведения бизнеса, что зачастую несовместимо с российскими методами. Во-вторых, акционеры большинства российских компаний лично вовлечены в ведение бизнеса, что сводит реорганизацию корпоративного управления к реорганизации себя же самих. В-третьих, главные управляющие фирмы в условиях быстро меняющейся бизнес-среды должны быть постоянно вовлечены в процесс функционирования организации и затраты времени и сил на корпоративное управление принято считать излишними. Более того, несмотря на возрастающую роль иностранных инвестиций в российский бизнес, часть фирм в России пока не нуждается в таковых, что также ослабляет роль корпоративного управления в глазах их владельцев. Заимствование средств у дружественных финансовых и промышленных структур выглядит для большинства российских бизнесменов более привлекательным по сравнению, к примеру, с американскими структурами, где требования к прозрачности и открытости довольно жесткие. Также стоит обратить внимание на результаты исследования компании Deloitte 2012-го года, которые связаны с внедрением и соблюдением принципов корпоративного управления в 120 российских публичных компаниях и доказывают падение интереса к внедрению лучших западных практик в области корпоративного управления.⁵

Однако в настоящее время существует ряд тенденций в бизнес-среде и экономических факторов, делающих необходимым развитие практик корпоративного управления. Все эти факторы, включая необходимость разработки долгосрочной стратегии развития сразу нескольких направлений бизнеса и усиление глобальной конкуренции, являются причиной возникновения потребности в новых подходах организации корпоративного управления.

1.3. Внешние и внутренние механизмы корпоративного управления

Под внешними и внутренними механизмами корпоративного управления традиционно понимают воздействие внешней среды (внешние механизмы) и внутренние механизмы управления в корпорации. К последним относят Совет директоров, участие работников в управлении, тогда как к внешним механизмам, как правило, относят корпоративное законодательство, контроль финансового рынка, а также рынок корпоративного контроля, включающего в себя угрозу враждебного поглощения и смену менеджмента.

Обращаясь к понятию корпоративного контроля как одному из основных внешних

⁵ Корпоративное управление в России [Электронный ресурс] // Ведомости., 2012.- Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/management/articles/2016/04/06/636572-korporativnoe-upravlenie> - Загл. с экрана. (дата обращения: 24.04.17).

механизмов корпоративного управления, стоит рассмотреть ряд определений данного понятия. Некоторые понимают его как возможность собственников определять принятие управленческих решений и осуществлять контрольные функции [Логвинов, 2012]. Другой подход рассматривает корпоративный контроль как право назначать руководителей, и это право принадлежит Совету директоров [Ченг, Финнерти, 2013]. Принято выделять две формы контроля над компанией: бизнес-контроль и акционерный контроль [Игнатишин, 2005]. Под бизнес-контролем принято понимать влияние на текущую деятельность и стратегию развития предприятия, проявляющееся в выработке финансовой политики компании, получении достоверной и своевременной информации об этапах деятельности предприятия, изменениях, планах, угрозах и перспективах. Акционерный контроль осуществляется через реализацию права собственности на долю в уставном капитале, и, как следствие, обладание всеми правами и обязанностями в связи с законодательством РФ. Такой тип контроля также принято подразделять на теоритический и практический контроль. Первый определяется размером доли в уставном капитале компании и соответствующими правами независимо от концентрации долей в руках других собственников. Второй предполагает схожие права как и при теоритическом контроле, но с учетом концентрации прав собственности. Таким образом, корпоративный контроль – это “совокупность экономических и юридических прав, дающих возможность собственникам влиять на стратегию развития и текущую деятельность предприятия или, другими словами, совокупность акционерного контроля и бизнес-контроля над компанией.” Корпоративный контроль тесно взаимосвязан с понятием корпоративного управления, а также агентской проблемой, которая ослабляет контроль акционеров над компанией.

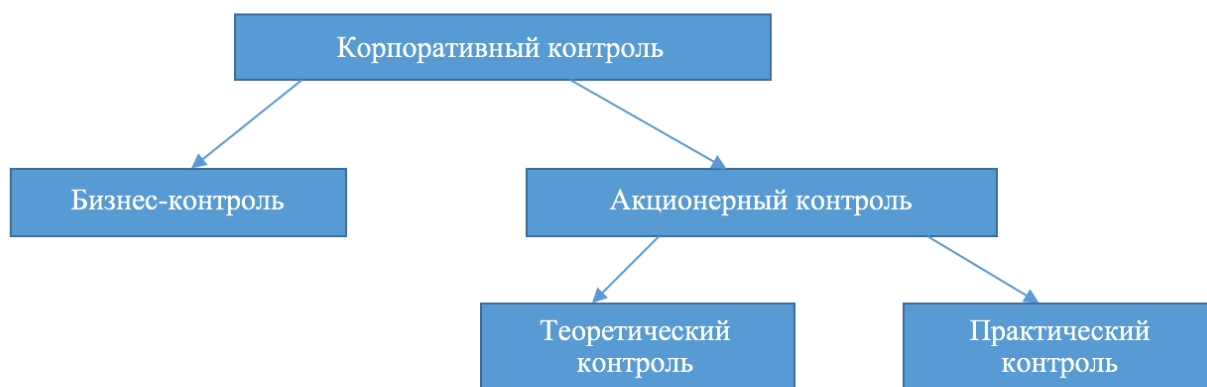


Рис.1 Схема корпоративного контроля

Источник: составлено автором

Далее переходим к раскрытию понятия Совета директоров, который являясь важным коллегиальным органом управления акционерного общества, представляет собой один из основных внутренних механизмов корпоративного управления. Совет Директоров, избираемый на общем собрании акционеров, является как “законодательным” органом для корпорации, так и органом, апробирующим все важнейшие предложения менеджмента.⁶

Именно Совет директоров, осуществляя роль посредника между менеджментом компании и ее акционерами и выполняя определенные функции, призван разрешить “агентский конфликт”. Чтобы избежать ситуаций, приводящих к “конфликту интересов”, члены Совета директоров были наделены специальной функцией – функцией контроля, заключающейся в осуществлении контроля над деятельностью менеджмента фирмы. Совет директоров должен рассматривать и принимать решения, связанные с операционной или финансовой деятельностью организации, а также участвовать в разработке других корпоративных планов и стратегии [Adams, Ferreira, 2007]. Важность функции контроля занимает особое место в определении корпоративного управления, представленном Федеральной службой по финансовым рынкам РФ (ФСФР): “Корпоративное управление – комплекс мер и правил, которые помогают акционерам контролировать руководство компании и влиять на менеджмент с целью максимизации прибыли и стоимости предприятия.”

Вторая функция Совета директоров, функция консультирования, состоит в предоставлении совета менеджерам фирмы в различных вопросах, связанных с ее деятельностью [Adams, Ferreira, 2007]. Она носит более рекомендательный характер и заключается в объединении опыта и связей всех членов Совета директоров для предоставления рекомендаций менеджерам фирмы при принятии ряда решений. Наиболее ярко роль данной функции выражена в высказывании одного из действующих директоров: “Члены Совета директоров фирмы являются надежной опорой для ее менеджмента. Они как делятся своим мнением по поводу общей политики, проводимой компанией, так и вносят свои суждения по наиболее актуальным вопросам и проблемам...” [Lorsh, MacIever, 1989]. Однако в настоящее время, когда большинство членов Совета директоров также работают на постоянной основе в других организациях, все большая ответственность по принятию решений передается менеджерам фирмы. Именно поэтому, огромную роль играет качество предоставленной менеджерами информации по определенному вопросу членам Совета директоров. Чем качественнее предоставленная информация, тем больше

⁶ Бухвалов А.В., Смирнов М.В. Корпоративное управление: вводный курс. М., 2012. С.55-56.

вероятность более полезной и эффективной рекомендации со стороны Совета директоров.

Существуют различные типы директоров в компании. Согласно российскому Кодексу корпоративного управления членов Совета директоров принято подразделять на три типа:

- Исполнительные директора – директора, которые помимо должности в Совете директоров в компании занимают в ней также другую исполнительную должность. По российскому законодательству доля исполнительных директоров в составе Совета директоров не может составлять более одной четвертой от общего числа его членов.
- Неисполнительные директора – это члены Совета директоров, которые не совмещают работу в совете с работой на какой-либо другой исполнительной должности в обществе. Согласно большинству кодексов корпоративного управления иностранных государств доля таких типов директоров в совете должна составлять большинство. Именно неисполнительные директора обеспечивают беспристрастность в оценках решений, принимаемых обществом, привносят в его работу дополнительные знания и опыт, а также обеспечивают компанию полезными контактами.
- Независимые директора. Согласно кодексу корпоративного управления Центрального Банка России и в качестве независимого директора следует считать лицо, которое: 1. Не связано с обществом 2. Не связано с существенным акционером общества 3. Не связано с существенным контрагентом общества, то есть размер обязательств общества $>2\%$ балансовой стоимости активов или выручки общества. 4. Не связано с конкурентом общества, государством или муниципальным образованием.

Особое внимание стоит уделить понятию “независимости” директора в разрезе наличия связи директора с акционерным обществом. Директор считается “связанным” с обществом, что автоматически исключает его независимость, если, во-первых, он в течение последних трех лет являлся членом исполнительных органов или работников данного АО, подконтрольной организации АО или управляющей организации общества. Во-вторых, если член Совета директоров является членом СД юрлица, которое контролирует данное АО или является его подконтрольной или управляющей организацией. В-третьих, директор связан с обществом, если в течение последних трех лет получал вознаграждение от подконтрольной обществу организации в размере, превышающим половину годового фиксированного вознаграждения члена совета директоров общества.

Существует еще ряд пунктов, согласно которым директор определяется как “связанный” с обществом и не относящийся к категории независимых.

1.4. Основные характеристики Совета директоров: анализ исследований

Существует ряд характеристик Совета директоров, которые оказывают значительное влияние на результативность деятельности компании, в том числе и при проведении сделок M&A. Однако ввиду как особенностей российского законодательства, так и особенностей корпоративного управления в России не все из них играют существенную роль при принятии решений на российском рынке. Так, такая характеристика корпоративного управления, как “совмещение должностей”, подразумевающая совмещение должности генерального директора фирмы и председателя Совета директоров, не будет рассмотрена из-за особенностей российского законодательства, запрещающего такое совмещение (Закон об “акционерных обществах”). Другая характеристика корпоративного управления: доля женщин в составе совета - не является в настоящий момент столь актуальной в России как, к примеру, в таких странах как Великобритания, США, Франция. Серьезных изменений в данной сфере также пока не намечено. Согласно исследованию, проведенному PricewaterhouseCoopers [PricewaterhouseCoopers, 2012a], среди 50 публичных российских компаний лишь 7% от общей численности членов Совета директоров занимали женщины. Кроме того, ни одна женщина согласно данному исследованию не занимала пост председателя совета, а в половине компаний женщины в Совете директоров и вовсе отсутствовали.

Размер Совета Директоров

Размер Совета директоров является одной из наиболее важных характеристик этого органа управления. На протяжении последних десятилетий многие авторы исследовательских работ рассматривают данную характеристику с разных сторон, делая выводы о преимуществах и недостатках как большого, так и малого размера Совета директоров [Dalton, 2005; Pfeffer, Salancik, 1978; Lipton&Lorsch, 1992; Jensen, 1993].

В своей работе М.Далтон [Dalton, 2005] рассматривает большой размер Совета директоров как “потенциальный ресурс для обширных коммуникаций и обмена опытом, знаниями и мнениями”. Таким образом, участники Совета директоров осуществляют функцию “консультирования” с наибольшей отдачей: разнообразие опыта членов Совета Директоров, их навыков и умений, а также взглядов на определенную проблему создают дополнительное преимущество, заключающееся в увеличении числа лиц, на которых Генеральный директор сможет рассчитывать в случае необходимости. Такая

необходимость, как правило, возникает при решении определённой проблемы или задачи, когда ее рассмотрение под разными точками зрения приводят к наиболее эффективному решению. Рассматривая теорию зависимости от ресурсов, стоит также говорить о положительном влиянии большого количества членов Совета директоров на принимаемые решения. Такой вывод объясняется тем, что в ситуациях, когда деятельность фирмы тесно связана с внешними рынками, большой размер Совета директоров эквивалентен большому объему доступных на этих рынках ресурсов [Pfeffer, Salancik, 1978].

Обратной точки зрения придерживаются М.Липтон и Дж.В.Лорш в своем исследовании об улучшении качества корпоративного управления [Lipton&Lorsch, 1992]. Они полагают, что большой размер Совета директоров (более 10 человек) приводит к недостатку смысла и ясности в диалоге: в условиях ограниченного времени участникам диалога становится все труднее выразить свои мысли и предложения максимально четко. Кроме того, с точки зрения М.Дженсона [Jensen, 1993], небольшое число членов Совета директоров помогает улучшить его функционирование. Автор настаивает на том, что когда число участников Совета директоров превышает семь-восемь человек, он менее эффективно взаимодействует с CEO. С.Рахеджа полагает, что маленькая численность Совета директоров наиболее важна в областях с высокой конкуренцией [Raheja, 2005], а Дж.Кольс считает, что размер данного органа управления зависит от потребности фирмы в консультационных услугах членов Совета директоров [Coles, 2008]. Автор также пришел к результату нелинейной зависимости между размером Совета директоров и коэффициентом Тобина.

Обращаясь к российским нормам корпоративного управления, стоит отметить, что размер Совета директоров определяется решением общего собрания акционеров или уставом акционерного общества. Однако существует ряд обязательных условий, необходимых для выполнения при формировании Совета директоров и зафиксированных в законе “Об акционерных обществах”. Согласно закону минимальное количество членов Совета директоров акционерного общества составляет пять человек, при этом, если число голосующих акций превышает тысячу человек, то минимум семь человек входят в состав Совета директоров, а при превышении отметки в десять тысяч голосующих акций – минимум девять человек. Говоря о конкретных размерах Совета директоров в российских компаниях, нужно отметить результаты исследования, проведенного компанией PricewaterhouseCoopers. Согласно данным, представленным по 42 крупнейшим российским компаниям, средняя численность директоров в российских компаниях составляет девять

человек.⁷ Такой же результат по среднему размеру Совета директоров в России получен и в другом исследовании [Филатов, Крюкова, 2008], в котором также упоминаются значения в 7 и 11 человек в СД как часто встречаемые на практике. Полученные результаты сопоставимы с результатами аналогичных исследований по размеру Советов директоров в крупнейших компаниях S&P-500 и FTSE-100 Великобритании, где средний размер Совета директоров также составил 11 человек [PricewaterhouseCoopers, 2012]. Более того, 33% опрошенных компаний-респондентов в России, США и Великобритании отметили увеличение численного состава Совета директоров в последние годы, тогда как только 6% респондентов отметили обратную тенденцию [PricewaterhouseCoopers, 2012].

Независимость директоров в совете

Существует большой объем работ, связанных с исследованием роли независимых директоров в совете и характером их влияния на деятельность фирмы [Johnson et al., 1996]. В ряде работ распространена точка зрения о положительном влиянии большой доли независимых членов Совета директоров на более эффективное принятие решений [Dahya, McConnell, 2005]. Кроме того, авторы, опирающиеся в своих исследованиях на агентскую теорию, также придерживаются мнения о благоприятном воздействии наличия независимых директоров в совете на деятельность организации [Johnson et al., 1996]. Они подчеркивают важность функции “мониторинга” для членов Совета директоров, которую лучше выполняют независимые директора. Причиной этому является слабая вовлеченность независимых директоров в ежедневное управление компанией, а также присущая им независимость от влияния CEO. В самом деле, связанные с деятельностью организации директора более склонны поддерживать инициативы и решения, принимаемые CEO, так как от этого зависит их работа в совете на выгодных им условиях.

Другим примером работы, в которой автор обращается к функции “мониторинга”, является работа Ферейра [Ferreira, 2011], в которой он также поддерживает идею об увеличении количества независимых директоров в совете. Основной смысл такого результата схож с выводами предыдущей работы [Johnson et al., 1996] и заключается в отсутствии особых отношений между независимым директором и генеральным директором фирмы, что в свою очередь приводит к предотвращению искаженного восприятия информации первым, которую главный управляющий способен умышленно представить с выгодной ему стороны. Независимый директор также испытывает меньшее давление со

⁷ Дубовицкая Е., Корпоративное управление в российских публичных компаниях [Электронный ресурс] // PWC. – 2015. – Т. 2, №1. - URL: www.pwc.ru/governance-risk-compliance (дата обращения: 01.04.2017).

стороны стейкхолдеров. Все это приводит к более эффективным и разумным решениям относительно деятельности фирмы. Таким образом, мнения о положительном влиянии наличия независимых директоров в совете на принимаемые компанией решения, как правило, распространены среди сторонников агентской теории.

Существует и противоположная агентской теории – теория доверительного управления, представленная в работе Дональдсона и Дэвиса [Donaldson, Davis, 1991]. Она рассматривает менеджера как “защитника” активов управляемой им фирмы, несущего полную ответственность за их сохранность. Ряд доводов против большого количества независимых директоров в составе Совета директоров подкрепляется набором работ. Так, например, в своей работе Мильнер [Мильнер, 2003] обращается к понятию “неявных знаний”, которыми обладают только исполнительные директора фирмы. Автор указывает на важность распространения данного вида знаний в организации по заранее созданной “спирали знаний”. Следовательно, чем больше независимых директоров в составе Совета директоров, тем меньшим объемом “неявных знаний” он обладает.

Стоит также затронуть российскую практику включения независимых директоров в совет. По кодексу корпоративного управления РФ независимый директор – это лицо, которое:

- обладает достаточной самостоятельностью для формирования собственной позиции
- способно выносить объективные и добросовестные суждения, независимые от влияния исполнительного руководства общества, отдельных групп акционеров или иных заинтересованных лиц
- обладает достаточной степенью профессионализма и опыта

Кроме того, существует ряд критериев, перечисленных в Кодексе корпоративного поведения ФСФР и определяющих члена Совета директоров как независимого. Обобщив все представленные в нем пункты, нужно отметить, что независимый директор – это лицо, не являющееся сотрудником компании в течение трех последних лет, крупным контрагентом фирмы или представителем государства. Статистические данные по российским практикам в области корпоративного управления, представленные агентством PricewaterhouseCoopers, говорят о том, что в среднем независимые директора формируют 36% состава Совета директоров. Более того, в 86% компаний в состав совета входят 2 или

более независимых директора, а в четверти компаний Совет директоров как минимум наполовину состоит из независимых директоров.⁸

Однако несмотря на представленную выше положительную статистику, включение независимых директоров в состав совета в российских компаниях имеет немного другую природу мотивации в отличие от зарубежных фирм. Согласно закону об АО на данный момент не существует обязательных требований по включению независимых директоров в Совет директоров. Однако их присутствие является важным признаком уровня развития корпоративного управления компании и создает для нее благоприятный имидж на зарубежных рынках, делая ее привлекательной для иностранных инвесторов. Более конкретной рекомендацией в области привлекательности для зарубежных инвесторов является наличие не менее 3 независимых директоров в компании (пункт 2.2.3. глава 3 Кодекса корпоративного поведения). Так, существует исследование, демонстрирующее наличие независимых директоров в совете 90% российских компаний, выходящих на иностранные биржи [Heidrick&Struggles, 2007]. Отсюда и вытекает суждение о том, что включение независимых представителей в Совет директоров связано ни с желанием российских компаний совершенствовать систему корпоративного управления, а по инвестиционным и иным причинам, вытекающим из существующих зарубежных требований.

Более того, существует наблюдение о том, что как только падает интерес иностранных инвесторов к российским компаниям, то последние “расслабляются” и уделяют меньшее внимание организации корпоративного управления.⁹ Такой вывод был сделан из соответствующего исследования, проведенного компанией Deloitte в 2012 году и охватившего 120 российских публичных компаний. Так, доля независимых директоров в совете данных компаний в среднем составила всего 27% и не увеличилась вплоть до 2016 года. Такой показатель не соответствует нормам Кодекса корпоративного управления, согласно которому доля независимых директоров в совете должна составлять не менее 33%. Не более 41% компаний из 120 соответствуют данному требованию. В сравнении, доля независимых директоров в Германии составила в среднем 60% в 2015 году, а в Великобритании – 60,5% в том же году.

⁸ Дубовицкая Е., Корпоративное управление в российских публичных компаниях [Электронный ресурс] // PWC. – 2015. – Т. 2, №1. - URL: www.pwc.ru/governance-risk-compliance (дата обращения: 01.04.2017).

⁹ Корпоративное управление в России [Электронный ресурс] // Ведомости., 2012.- Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/management/articles/2016/04/06/636572-korporativnoe-upravlenie> - Загл. с экрана. (дата обращения: 24.04.17).

Другое наблюдение было связано с тем, что в Советы директоров в качестве независимых его членов входит все больше государственных служащих. Так, в 2015 году 61% мест в советах директоров пришлось на директоров, связанных с государством, из которых 16% были госслужащими. Это отчасти связано с тем, что компаниям сложно соблюдать критерии Кодекса корпоративного управления по “независимости” директора ввиду наличия многочисленных требований к признанию директора таковым.

Средний возраст членов Совета директоров

Принято считать, что члены Совета директоров более старшего возраста при принятии решений ищут больший объем информации по интересующей тематике и способны более точно предсказать ценность найденной информации. Кроме того, чем старше член Совета директоров, тем больше он склонен к независимому мышлению и анализу совокупности выгод и рисков деловых предложений, выдвинутых менеджерами компании.

В то же время доказано, что когнитивные способности человека (способности к обучению, запоминанию, анализу и другие) снижаются с возрастом, что применимо и к участникам главного органа управления фирмы [Muth, Donaldson, 1998]. Кроме того, более молодые члены Совета директоров демонстрируют большую склонность к риску. Это объясняется тем, что с возрастом человек оказывает большее сопротивление изменениям, так как он становится в большей степени озабочен своим финансовым положением и карьерными перспективами, которые становятся менее ясными с течением времени [Wiersema, Bantel, 1992]. Таким образом, члены Совета директоров более старшего возраста могут избегать принятия слишком рискованных решений, которые в свою очередь могли бы кардинально повлиять на стратегию развития компании. Вывод о негативном влиянии членов Совета директоров в возрасте был подтвержден исследованием С.Хайеса [Hayes et al., 2004], которое на основе выборки из 509 S&P500 фирм показало следующий результат: фирмы с большей долей членов Совета директоров в возрасте имели более низкое соотношение “цена/балансовая стоимость” акции (market-to-book ratio).

Занятость директоров

Характеристика “занятности” директора выражается в количестве позиций в составе различных Советов директоров, которые он занимает. В наши дни существует ряд дискуссий, посвященных определению четкого количества компаний, в Совете директоров которых должен состоять директор, чтобы считаться занятым. Обращаясь к исследованиям развитых рынков, нужно отметить, что в них директор считается занятым в случае работы

в трех или более компаниях [Fich, Shivdasani, 2006; Cashman, Gillan, Jun, 2012]. Так, Кэшман и Гилан [Cashman, Gillan, 2012] также акцентируют внимание на том, что эти три и более позиций должны быть внешними по отношению к исследуемой компании. Однако критерий занятости, предложенный данными авторами, не может быть применен к развивающимся рынкам по мнению авторов работы [Березинец, Ильина, 2016], ведь для таких рынков распространена ситуация, когда директор занимает десять и более постов. Говоря о Совете директоров в целом, стоит считать его занятым, когда более 50% такого совета занимают занятые директора [Benson et al., 2014].

Далее будет рассмотрена роль занятых директоров в совете как с положительной, так и с отрицательной сторон. Положительной точки зрения о занятом Совете директоров придерживаются Ф.Фама и С.Дженсен [Fama, Jensen, 1983]. Авторы считают, что в результате работы во многих компаниях занятые директора обладают большим опытом, который может быть использован для принятия более качественных решений. Более того, занятые во многих компаниях директора, обладая доступом к широкой базе ресурсов, покупателей и поставщиков, приносят значительные выгоды для деятельности компаний [Jackling, Johl, 2009]. Также исследование, основанное на выборке из 143 крупных сделок М&А американских компаний, продемонстрировало положительное влияние Совета директоров, члены которого заняты во многих компаниях, на избыточную доходность поглощающей компании [Harris, Shimitzu, 2004]. При положительной оценке роли занятых директоров в фирме играет роль и репутационная теория, которая связывает занятость директора с высоким качеством его работы.

Основным аргументом против занятого Совета директоров в организации выступает жесткая ограниченность времени, находящегося в распоряжении занятого директора [Lipton, Lorsh, 1992; Falato et al., 2014]. В результате, занятый директор находит затруднительным качественно подготовиться ко всем рабочим встречам, в том числе и к встречам, посвященным обсуждению сделок М&А. Таким образом, занятые директора часто подвергаются критике за невыполнение в полном объеме своих обязательств [Ferris et al, 2003]. Той же точки зрения относительно занятого Совета директоров придерживаются С.Ан и И.Ким [Ahn, Kim, 2010]. Их исследование, посвященное определению характера взаимосвязи между долей занятых директоров в совете и результативностью сделок по слиянию и поглощению, показало следующие результаты: фирмы, обладающие большим количеством занятых во многих компаниях директоров в совете, продемонстрировали меньшую избыточную доходность. Полученный результат авторы объяснили снижением эффективности выполнения функции контроля занятыми во многих компаниях директорами, полученной в связи с распылением их внимания на

большое число компаний, и, как следствие, принятие неприбыльных решений, например проведение убыточных сделок по слиянию и поглощению. К похожим результатам пришли авторы исследования [Fich, Shivdasani, 2006], основанном на выборке из 508 американских компаний и продемонстрировавшим более низкие показатели рентабельности активов и соотношения рыночной цены акции к ее бухгалтерской стоимости для фирм с большей долей занятых директоров в совете.

Что касается российского законодательства в области занятых директоров, то оно не дает четкого определения “занятого” директора. Однако согласно российскому кодексу корпоративного управления ЦБ РФ 2014г., “члены Совета директоров должны иметь достаточно времени для выполнения своих обязанностей”. Кроме того, кодекс рекомендует членам Совета директоров, занимающим посты в других организациях, уведомлять компании о таком положении дел [[Кодекс корпоративного управления, 2014, п. 2.6.3]. Кодекс не указывает на определенное число внешних позиций, которое может занимать директор.

ГЛАВА 2. СДЕЛКИ M&A: БАЗОВЫЕ ПОНЯТИЯ И ОСОБЕННОСТИ РОССИЙСКОГО РЫНКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

В данной главе будет рассмотрена эволюция развития мирового и российского рынков слияний и поглощений. Кроме того, будут проанализированы различные подходы к измерению результативности данного вида сделок. А далее в продолжении изучения основных характеристик корпоративного управления, а именно характеристик Совета директоров как основного внутреннего механизма корпоративного управления, в предыдущей первой главе будет проведен анализ данных характеристик в контексте сделок по слияниям и поглощениям. На базе данного анализа будут выдвинуты гипотезы о взаимосвязи определенных характеристик Совета директоров с результативностью сделок M&A.

2.1. Понятие сделок слияния и поглощения

Сделки слияния и поглощения (M&A) являются одним из важнейших способов реструктуризации компании. Они представляют собой один из основных способов увеличения ценности компании, так как за их счет компания может получить доступ к новым страновым, региональным или клиентским рынкам, а также может приобрести ценные патенты и продукты.¹⁰ Раскрывая сущность понятий слияния и поглощения, стоит остановиться на их базовых определениях. Поглощение (takeover) – это общий термин, используемый для описания передачи собственности. Иногда данный термин относят к проведению враждебных сделок, в других же случаях его используют для обозначения как дружественных, так и недружественных слияний. Используя буквенное выражение для термина поглощений, получаем следующую формулу: $A+B=A$ или B . Такая же формула по сути может быть применена и к следующему термину слияния. Слияние (merger) – это объединение двух корпораций, в котором выживает только одна из них, а другая прекращает свое существование. При слиянии поглощающая компания принимает активы и обязательства поглощаемой компании.¹¹ Кроме того, слияние – это более узкий технический термин для описания определенной юридической процедуры, которая может последовать, а может и не последовать за поглощением.¹² Стоит также уделить внимание такому термину как консолидация (consolidation), при котором две или более компаний объединяются для создания совершенно новой компании. Выразив данное определение в виде формулы, получаем следующий результат: $A+B=C$. Терминов в области M&A

¹⁰ Бухвалов А.В., Смирнов М.В. Корпоративное управление: вводный курс. М., 2012. С.65-67.

¹¹ Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса М., 2015. С. 243-246.

¹² Рид С.Ф., Лаже А.Р. Искусство слияний и поглощений М., 2011. С. 133-138.

приличное количество, однако несмотря на разный смысл, вкладываемых в них, многие из них употребляются взаимозаменяемо.

С точки зрения российского законодательства, поглощение – это прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех прав и обязанностей другому [ФЗ об АО, ст.16-20]. Необходимым условием слияния российские авторы и законодательство считают появление нового юридического лица [Гражданский кодекс, Иванов, Зусманович].

За решением о проведении сделки слияния и поглощения компанией стоит определённый набор мотивов и причин, которые представлены в ряде различных классификаций российских и зарубежных авторов. Одним из примеров развернутой классификации мотивов сделок М&А является классификация Ю.В. Игнатишина. В ней автор подразделяет мотивы слияний и поглощений на четыре основные группы: операционные мотивы, финансовые, инвестиционные и стратегические. Более подробное описание мотивов каждой группы представлено на рисунке ниже. Более того, стоит отметить, что классификация Ю.В. Игнатишина основана на обобщенной синергетической теории процессов интеграции.



Рис.2 Классификация мотивов заключения сделок М&А Ю.В. Игнатишина

Источник: [Игнатишин, 2005]

Другой классификацией основных мотивов проведения сделок М&А является классификация, предложенная П.Гоханом в своей книге “Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса”. Первым фундаментальным мотивом является рост, который

может быть более быстрым по сравнению с внутренним ростом компании. Более того, особенно актуальным данный мотив является для фирм, стремящихся выйти на новый международный рынок. Поглощение компании – эксперта на данном рынке - облегчает процесс выхода на зарубежный рынок более легким и быстрым. Вторым мотивом является синергия. Общее междисциплинарное определение синергии говорит о том, что она возникает, когда два вещества или фактора дают вместе больший эффект, чем сумма двух независимых составляющих.¹³ Синергетическая теория процессов слияния и поглощения положена в основу большинства зарубежных и российских исследований мотивов сделок М&А. Согласно данной теории сделки слияния и поглощения приводят к возникновению новой добавленной стоимости, носящей название синергетического эффекта. Таким образом, главная цель сделок М&А по данной теории состоит в получении синергетического эффекта. М.Бредли, А.Десаи и Е.Ким назвали такой эффект правилом “2+2=5” [1983]. Также автор разделяет возникающую в сделках М&А синергию на операционную и финансовую. Операционная подразумевает увеличение доходов и сокращение расходов, тогда как финансовая приводит к снижению затрат на капитал. Третьим мотивом проведения сделки М&А согласно рассматриваемой классификации П.Гохана выступает диверсификация деятельности компании, то есть рост компании за пределы своей отрасли. Следующие мотивы, включающие горизонтальную и вертикальную интеграцию, автор объединяет в группу экономических мотивов. Горизонтальная интеграция – это увеличение рыночной доли и рыночной силы, которое происходит в результате поглощений и слияний с конкурентами. Вертикальная же интеграция происходит в результате слияния и поглощения компаний, которые имеют взаимоотношения покупателя и продавца. Другие мотивы включают в себя улучшение качества управления, улучшение НИОКР и налоговые мотивы.

Основные мотивы проведения сделок слияния и поглощения также могут быть рассмотрены в рамках двух экономических теорий: в рамках неоклассической и поведенческой теории. Неоклассическая теория полагает, что менеджеры рациональны и действуют в интересах акционеров компании, максимизируя их богатство, тогда как поведенческая теория основана на предположении о нерациональности менеджеров, пренебрегающих интересами акционеров. Эти две теории в свою очередь включают в себя внешние и внутренние мотивы проведения сделок М&А. Внутренние мотивы могут быть представлены, к примеру, агентскими издержками или синергией – характеристиками, на которые менеджмент компании может оказывать влияние. Внешние же мотивы

¹³ Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса М., 2015. С. 305-306.

неподвластны действиям со стороны менеджмента и включают в себя глобализацию или появление новых технологий.

Основные этапы проведения сделок M&A

Существует три основных стадии проведения сделки M&A [McKinsey, 2003]:

- Выбор стратегии
- Выбор объекта и проведение сделки
- Интеграция поглощенной компании

Первая стадия: выработка стратегии, - тесно связана с определением мотивов совершения сделки M&A компанией. Данный перечень мотивов, рассмотренный в предыдущем параграфе, должен обязательно вписываться в рамки общей стратегии организации. Второй этап по выбору объекта и проведению сделки состоит в тщательном анализе отрасли, оценке кандидатов на слияние и поглощение, определении возможностей для создания синергии и стоимости, финансовой оценке кандидата, а также в самооценке компании. Проведение самой сделки зависит от множества факторов: какие компании объединяются (публичные или частные), кто выступает инициатором сделки, насколько дружественны стороны, сколько сторон участвует в переговорном процессе и других аспектов сделки. Традиционный двусторонний переговорный процесс состоит из следующих этапов:

- Заключение первоначального контракта: первоначальное знакомство с компанией и обмен обзорными материалами
- Проведение первоначального due diligence: раскрытие контрагенту детальной, конфиденциальной информации, на основе которой производится оценка стоимости поглощаемой компании и строятся финансовые модели
- Подписание меморандума о намерениях: первичное соглашение о стоимости сделки и ее структуре, инициация процесса интеграции
- Проведение окончательного due diligence: схож с первоначальным, однако различие заключается в степени раскрытия информации
- Заключение сделки: определение окончательной цены и структуры сделки
- Закрытие сделки: ожидание одобрения регулирующих органов, первоначальный шаг к интеграции

Третий этап интеграции является одной из сложнейших управленческих задач. Одним из важных вопросов данного этапа является вопрос об организации корпоративного управления в объединённой компании, потому что система корпоративного управления индивидуальна для каждой фирмы.

2.2. Оценка результативности сделок M&A

Одним из основных этапов проведения сделок M&A, определяющих ее успешность, является оценка будущей сделки. Корректность проведения такой оценки напрямую связана с ее результативностью в будущем. Оба понятия будут более подробно рассмотрены далее в параграфе.

Существуют различные методы оценки компаний для публичных и для частных корпораций. Принципиальная разница состоит в том, что акции публичных компаний торгуются на бирже, что повышает степень раскрытия ими информации о своей финансовой деятельности по сравнению с частными. Факт наличия менее надежных финансовых данных по частным компаниям, в том числе занижаемых с целью минимизации налогообложения, также усложняет оценку данного типа корпораций.

Основной моделью для оценки акций компании является модель Гордона, основанная на дивидендных выплатах. Что касается частных компаний, то главным методом оценки выгод сделок M&A является дисконтирование будущих денежных потоков. Основным недостатком данного метода является “идеализация” оценки: некорректная оценка активов и обязательств компании, а также уменьшение потенциальных расходов фирмы за счет предположения о достижении “экономии от масштаба” приводят к завышенной оценке компании после проведения сделки M&A.

Также существует классификация подходов к оценке интеграционных процессов, в которую входит, к примеру, стоимостный подход [Игнатишин, 2005]. Данный подход учитывает рыночную стоимость новой фирмы после сделки M&A (с учетом синергетического эффекта), а также экономические издержки, возникающие в связи с процессом интеграции. Другим подходом к оценке интеграционных процессов является финансовый подход. Перед участниками процесса ставится определенный ряд задач и целей и показателей, определяющих достижение данных установок. Одними из часто используемых показателей являются изменение чистой прибыли, денежного потока, рентабельности деятельности и собственного капитала и ряд других. Третий подход, стратегический, учитывает качественные методы оценки результатов проведения сделки M&A. Методологии оценки качества сделок базируются на использовании сбалансированной системы показателей эффективности, стоимостной корпоративной отчетности и матричного анализа.

Оценка выгод сделки M&A напрямую связана с ее результативностью. Однако зачастую на практике возникают ситуации, когда оценка сделки завышена на бумаге, что в свою очередь порождает низкую или даже отрицательную результативность сделок, причины возникновения которой рассмотрены далее. Сделки по слиянию и поглощению

считаются успешными, если после их проведения повышается суммарная стоимость активов компании, и, соответственно, их акционерная стоимость. При этом доля неудачных сделок составляет примерно 70% от общего объема проводимых сделок.¹⁴ Согласно исследованию, проведенному компанией PwC и охватившему 300 слияний за 1987-1997 годы, 57% объединившихся компаний начинают отставать в развитии и снова разделяются. В России же при слияниях проигрывают девять поглотителей из десяти.¹⁵ Довольно часто цена акций компании-поглотителя после объявления о сделке снижается, что говорит о негативной реакции рынка на данное событие. В большинстве же случаев от сделок M&A выигрывают акционеры поглощаемой компании. Так, на зарубежных рынках при объявлении о поглощении акции компании-мишени, как правило, возрастают на 40%. Примером такой выгодной для поглощаемой компании сделки может послужить сделка о поглощении Henkel компании Wella, когда акции последней подорожали на 41%. Такой результат может быть объяснен высокой премией при приобретении компании-мишени, выплачиваемой компанией-поглотителем и намного превышающей ее рыночную стоимость. Кроме того, покупатель облагается высокими издержками, включающими комиссионные проценты сопровождающих сделку юристов, инвестиционных банков и бизнес-аналитиков.

Таким образом, подводя итог над всеми представленными ранее фактами, становится очевидным, что одним из условий целесообразности проведения сделки M&A является превышение выгод от проводимой сделки над совокупностью издержек. Однако довольно распространено ошибочное мнение менеджеров о том, что “достаточно купить компанию из растущей отрасли или приобрести ее по цене ниже балансовой стоимости – и синергизмы (выгоды за счет объединения возможностей двух компаний) возникнут сами собой”.¹⁶ Кроме того, еще одной распространенной ошибкой менеджеров является их излишняя самоуверенность [Roll,1983]. Считая себя экспертами в оценке рыночной стоимости компании, они полагают, что компания-мишень недооценена и в результате слияния ее стоимость намного вырастет. Все эти ошибки, совершаемые управляющими фирмы, приводят к непоправимым негативным результатам и падению цены акции компании-покупателя.

Другой проблемой, подвергающей риску успешность проведенной сделки M&A и приводящей к ее низкой или порой отрицательной результативности, является

¹⁴ Манаков Д.А. Наука поглощений // Вестник McKinsey. 2003. Т.1, № 3. С. 6-20.

¹⁵ Варнавская Н. Как не подавиться при поглощении [Электронный ресурс] // Коммерсант. – 2012. – Т. 2, №1. - URL: <http://kommersant.ru/doc/1284536> (дата обращения: 15.03.2017).

¹⁶ Варнавская Н. Как не подавиться при поглощении [Электронный ресурс] // Коммерсант. – 2012. – Т. 2, №1. - URL: <http://kommersant.ru/doc/1284536> (дата обращения: 15.03.2017).

административная проблема. При процессе интеграции для успешного функционирования объединенных фирм очень важно уделить внимание персоналу как поглощающей компании, так и компании-мишени. Необходимо взвесить все варианты возможных решений относительно человеческого капитала, ведь если сотрудники двух компаний не смогут сработаться, то слияние просто не состоится. Р.Брейли и С.Майерс предупреждали: “Не экономьте на “активах”, которые в конце каждого рабочего дня направляются к лифту, а потом на автостоянку”.

Таким образом, человеческий капитал, включающий в себя менеджеров компании, членов Совета директоров, призванных контролировать действия первых, а также рядовых сотрудников, играет огромную роль в сделках М&А. Агентская проблема, ошибки и самоуверенность главных управляющих, неэффективное объединение сотрудников компании приводят к серьезным проблемам при интеграции компаний и отрицательной результативности сделок.

2.3. Подходы к оценке результативности сделок М&А

Измерение результативности сделок М&А на основе накопленной избыточной доходности (CAR)

Наиболее популярным подходом в научной среде остается метод накопленной избыточной доходности. Такой подход основывается на двух ключевых предположениях: во первых, цена акции – это дисконтированная величина будущих денежных потоков собственника, а во-вторых согласно гипотезе эффективного рынка [Fama, 1969] рыночные цены отражают всю доступную информацию о компании, а также рынки эффективно реагируют на новые объявления о компаниях. Именно поэтому, исследователи, использующие такой подход в своих работах, полагают, что информация о слияниях и поглощениях компании будет отражена в накопленной доходности акций компании за определённый период и будет являться индикатором успешности совершенной сделки. Для того чтобы раскрыть сущность понятия накопленной избыточной доходности, необходимо сначала обратиться к понятию избыточной доходности (AR). В одном из исследований [Рогова, Бердникова, 2014] избыточная доходность определяется как разность между наблюдаемой доходностью ценной бумаги и ожидаемой доходностью на протяжении окна события. Далее для избегания проявления случайных колебаний доходностей, избыточные доходности накапливают на окне события и усредняют по всей выборке событий.¹⁷

Т.Цэ и К.Суфани [Tse, Soufani, 2001], используя методологию event-study в своем

¹⁷ http://www.rjm.ru/files/files3/v_2014_4/rmj_4_14_rogova_berdnikova.pdf

исследовании и взяв в расчет экономическую ситуацию в стране, анализируют результативность сделок M&A через показатель накопленной избыточной стоимости для 124 британских компаний. В исследовании рассматриваются как поглощающие компании, так и компании-мишени. Авторы приходят к выводу о том, что накопленная избыточная доходность для компаний-мишеней, как правило, положительная, что говорит о положительной реакции рынка на проведенную сделку, тогда как для поглощающих компаний эта реакция варьируется. Кроме того, в исследовании была подтверждена значимость взаимосвязи между экономической ситуацией в стране и показателем накопленной доходности.

М.Свэнстром [Swanstrom, 2006] исследует взаимосвязь между структурой корпоративного управления и избыточной доходностью как результата сделки M&A. Основываясь на выборке из 294 сделок, происходивших в период с 1994 по 1998 годы, автор обнаруживает, что поглощающая фирма имеет значительную избыточную доходность равную (-2,71%), что говорит о негативной реакции рынка на сделку M&A.

Следующее исследование посвящено развивающемуся рынку капитала – индийскому. Работа Р.Нилама и С.Суренда Ядава [Neelam, Surenda Yadav, 2009] схожа по смысловой нагрузке с работой предыдущего автора: авторы рассматривают влияние индекса корпоративного управления на избыточную доходность поглощающей фирмы. На основе выборки из 155 индийских компаний, участвовавших в сделках M&A, была выявлена положительная взаимосвязь между индексом корпоративного управления и результатами деятельности поглощающих фирм как на коротком, так и на длительном окне события. Иными словами, фирмы с более высоким индексом корпоративного управления имеют более высокую избыточную доходность, а также оценку компании после сделки M&A.

Й.Лиу и В.Йонгкинг [Liu, Yongqing] исследуют взаимосвязь между коэффициентом Тобина как показателя долгосрочной эффективности деятельности компании, и рядом факторов корпоративного управления для агентств по недвижимости на китайском рынке. Авторы выявили, что концентрация собственности является сдерживающим фактором заработка менеджеров фирмы в сделках M&A.

Российское исследование С. Григорьевой и А. Гринченко [Григорьева, Гринченко, 2013] рассматривает накопленную избыточную доходность как показатель результативности сделок M&A. Если говорить об общей теме исследования, то авторы рассматривают влияние сделок M&A на стоимость компаний-покупателей.

Измерение результативности сделок M&A на основе показателей финансовой отчетности компании

Другим известным методом анализа результативности сделок M&A является метод, основанный на расчете показателей финансовой отчетности. Он включает в себя анализ операционного дохода, рентабельности денежного потока, чистого дохода, чистой прибыли и т.д. до проведения сделки M&A и их сравнение с этим же набором показателей после сделки.

Исследование взаимосвязи между методом платежа в сделке M&A и рентабельностью операционного денежного потока проводили Р.Херон и Е.Ли [Heron, Lie, 2002], однако взаимосвязи между данными показателями выявлено не было. В своей работе К.Рамасвэми и Дж.Вайгейлен [Ramaswamy, Waeglein, 2003] исследуют взаимосвязь между рентабельностью денежных потоков объединенных фирм и способом оплаты сделки M&A, размером фирмы и принадлежностью к определенной отрасли.

Что касается исследований, посвященных взаимосвязи корпоративного управления фирмы и долгосрочной результативности сделок M&A, основанной на определенных показателях финансовой отчетности фирмы, то одним из таких является исследование Дж.Лиу и Л.Зао [Liu, Zao, 2012], посвященное сделкам на китайском рынке. После проверки выдвинутых гипотез были получены следующие результаты: взаимосвязь между размером Совета директоров и результативностью сделок по M&A имеет U-образную взаимосвязь; доля главного управляющего в акционерном капитале не смягчает агентскую проблему и оказывает негативное влияние на результативность сделок M&A; концентрация акционерного капитала связана обратной зависимостью с долгосрочной результативностью сделок M&A. П.Мантравади и А.В.Редди [Mantravadi, Reddy, 2008] исследуют влияние различных типов сделок M&A на операционную деятельность индийских компаний в период после проведения экономических реформ с 1991 по 2003 год. В качестве показателей операционной деятельности авторы используют показатель операционной маржи, чистой маржи, рентабельности капитала и соотношения объема займов к собственному капиталу. Результатом исследования является незначительное отличие в степени влияния различных типов сделок M&A на операционные финансовые показатели фирмы.

Комбинированный подход к определению результативности сделок M&A

Следующим подходом к определению результативности сделок M&A является смешанный подход, основанный на использовании как рыночных, так и финансовых показателей компании. Работа Сан и Тэнг [Sun, Tang, 2000] построена на использовании

реакции цены акции компании для оценки силы реакции рынка и операционной деятельности, которые в свою очередь говорят об общей эффективности деятельности компании. Для оценки операционной деятельности были использованы такие показатели как рентабельности операционной деятельности и чистой рентабельности доходов. Результаты исследования показали, что поглощающие фирмы не получают выгод в результате проведения сделок M&A, тогда как акционеры компаний-мишеней их получают.

Другим исследованием, основанном на смешанном подходе к определению результативности сделок M&A, является работа Дж.Хой и Д.Харматук [Choi, Harmatuck, 2006]. Авторы доказали статистическую значимость влияния показателей операционной деятельности компании на сделки M&A. Рассматривая развивающийся рынок, С.Мальхотра и П.Зу [Malhotra, Zhu, 2006] исследуют результативность сделок M&A в длительном периоде: 2 года. Взятые для анализа сделки представляют собой поглощение американских компаний индийскими. Авторы, используя различные подходы к измерению результативности (как накопленную избыточную доходность, так и ряд финансовых показателей, включающих ROE и EPS), пришли к выводу о положительном результате слияний в краткосрочном периоде в отличие от долгосрочного. Такой вывод объясняется тем, что выходя на международный рынок с помощью сделок M&A, индийские компании надеются на положительные результаты ведения бизнеса за рубежом, которые и наблюдаются в краткосрочном периоде. Однако в долгосрочном периоде в пределах двух лет многие из них, не имея опыта работы на зарубежном рынке ранее, сталкиваются с существенными трудностями, приводящими к потерям как в стоимости акций, так и в показателях операционной деятельности. Более длительный же период функционирования компании на международном рынке свыше двух лет, скорее всего, вернет компанию к первоначальным положительным показателям, получение которых обусловлено накопившимся опытом работы на зарубежном рынке.

Таким образом, проанализировав ряд возможных подходов к определению результативности сделок M&A, стоит говорить о различных результатах исследования, доказывающих как положительную, так и отрицательную результативность сделок слияния и поглощения, а также различную степень влияния факторов корпоративного управления на результат сделки M&A. Различные подходы к анализу рассматриваемых сделок также связаны с разной временной перспективой исследования: так, накопленная избыточная доходность позволяет проанализировать результативность сделки в краткосрочном периоде, а показатели финансовой отчетности являются оценкой проведенной сделки в долгосрочном периоде. Кроме того, упомянутые выше работы затрагивают как развитые, так и развивающиеся рынки, последние из которых представлены в основном индийским и

китайским рынками. Результаты исследования данных типов рынков также неоднозначны и варьируются от одного странового рынка к другому.

В данной работе будет использован подход, основанный на измерении результативности сделок слияния и поглощения через накопленную избыточную доходность. Используя данный подход к измерению результативности сделок M&A, принимаем гипотезу об эффективности рынка, которая предполагает, что цены активов быстро реагируют на новую поступающую на рынок информацию, которой в нашем случае является объявление о сделке M&A. Выбранный подход имеет ряд преимуществ по сравнению с другими методами. Во-первых, показатель избыточной доходности в меньшей степени подвержен манипуляциям со стороны менеджеров, которые довольно часто манипулируют данными финансовой отчетности. Во-вторых, данный метод не зависит от качества самого процесса проведения сделки, например, от адаптации фирмы к проведенной сделке в последующий период – пост интеграционный. Данные же финансовой отчетности отражают то, как проходит процесс адаптации к сделке, в который вовлечены уже не только члены Совета директоров, что усложняет анализ влияния именно этого механизма корпоративного управления на совершение сделок.

2.4. Закономерности и особенности процессов слияний и поглощений на российском рынке

Российский рынок слияний и поглощений, достигнув развития к началу 21 века после завершившейся волны кризиса, является относительно молодым по сравнению с рынком США, где к тому времени прошло уже пять волн сделок. К настоящему времени рынок слияний и поглощений в России также успел пережить определенное количество этапов, трансформаций и оставил существенный след в истории M&A, в том числе и в области крупнейших сделок по слиянию и поглощению. Одной из таких сделок является слияние компаний “Роснефть” и “ТНК-ВР”, установившее рекорд по сумме сделки M&A в России (\$54,9 млрд.).¹⁸ Другой крупной сделкой, также возглавляющей рейтинг “15-ти крупнейших поглощений” [Ведомости, 2014], стала сделка по поглощению “Газпромом” компании “Sahalin Energy”, владеющей одним из заводов по производству сжиженного природного газа в России. А вот сделка по поглощению банком ВТБ Банка Москвы оказалась одной из самых “затратных” для Центрального банка на российском рынке в плане размера будущей санации.

¹⁸ Невельский А. 15 крупнейших слияний и поглощений [Электронный ресурс] // Ведомости. – 2014. – Т. 2, №1. - URL: www.vedomosti.ru/special/15-biggest-mergers (дата обращения: 15.03.2017).

Существует в российской истории слияний и поглощений и множество примеров сделок с участием иностранных инвесторов. Так, сделка по поглощению PepsiCo компании “Вимм-билль-данн” в 2011 году стала известной как сделка с говорящим названием: “молоко по цене нефти”. Иностранная компания предложила за российскую \$5,4 миллиарда, что было на 32% дороже средней цены ее бумаг за месяц. В том же году французский Total приобрел 12,08% акций “Новатэка” – крупнейшего в России независимого производителя газа. Сумма сделки составила \$4,9 млрд. Кроме того, эта же французская компания приобрела 20% в пакете “Ямал СПГ”, доля в котором предоставила ей возможность строительства завода по сжижению газа на полуострове Ямал. Этот шаг привел к улучшению ситуации в нефтедобывающей отрасли России: была снята монополия на экспорт из России, который ранее осуществляла компания “Газпром”. Другим примером сделки является приобретение в 2012 году Сбербанком турецкого Denizbank: сделка стала самой успешной покупкой Сбербанка за рубежом.

Затрагивая основные тенденции развития рынка M&A в России в последние годы, стоит отметить две ключевые особенности: во-первых, активное поглощение мелких российских компаний крупными фирмами, а во-вторых, возросший интерес со стороны иностранных игроков на рынке. Последний тренд хорошо прослеживается на примере пивной и табачных отраслей. Так, широко известная компания “Балтика” находится под контролем скандинавской компании “Baltica Beverage Holdin”, в табачной сфере большинство российских заводов принадлежит Philip Morris, British American Tobacco и другим зарубежным гигантам этой сферы. В пищевой промышленности российский “Вимм-Билль-Данн” принадлежит PepsiCo. Волна слияний и поглощений затронула и финансовую сферу: 92,5% банка “Абсолют” принадлежат бельгийской группе KBC, Городской ипотечный банк находится под контролем Morgan Stanley.

Более подробный анализ рынка M&A можно начать с 2014 года, когда российский рынок слияний и поглощений составлял лишь 0,48% от мирового рынка. Такой спад на рынке был спровоцирован ухудшением инвестиционного климата в стране. По итогам января-ноября 2014 года объем сделок на российском рынке по данным агентства АК&М составил 46,39 млрд. рублей, что было на 56% меньше итоговых данных за одиннадцать месяцев 2013 года. Однако стоит учитывать тот факт, что в 2013 году была заключена упомянутая ранее сделка по покупке “Роснефтью” компании “ТНК-ВР”, которая стала самой крупной сделкой в российской истории слияний и поглощений. За вычетом данной сделки снижение по объему заключаемых в России сделок M&A в 2014 году по сравнению с предыдущим составило всего 4,5%. Всего в 2014 году было заключено 530 сделок, 82%

которых пришлось на местный рынок с участием российских покупателей. Крупнейшей на местном рынке в 2014 году стала сделка по слиянию “Tele2Россия” и ОАО “Ростелеком”.¹⁹

Негативная тенденция по снижению объема заключаемых на российском рынке сделок M&A продолжилась и в 2015 году (рис. 3). Экономический спад, падение цен на нефть и трудный доступ к финансированию оказали соответствующее влияние, ослабив уверенность российских участников сделок M&A. Доминировать на российском рынке продолжали сделки стоимостью менее 100 млн.долл. США, на которые в 2015 году пришелся 51% от общего объема сделок. Что касается отраслевой принадлежности сделок, то, несмотря на падение цен на нефть и влияния санкций, нефтегазовый сектор оставался лидером по заключению сделок M&A на местном рынке в 2015 году.²⁰

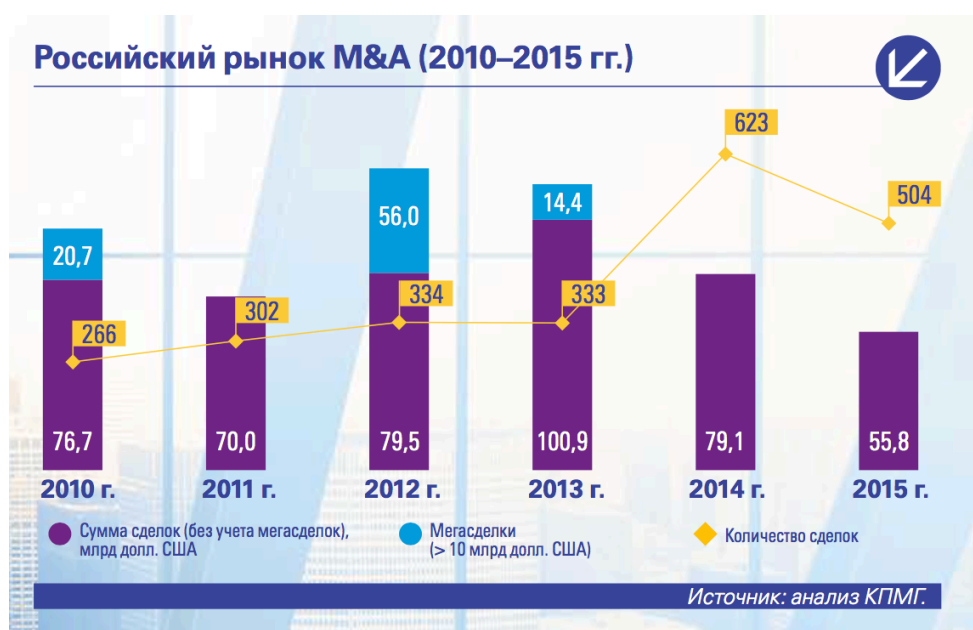


Рис. 3 Российский рынок слияний и поглощений с 2010 по 2015 гг.

Источник: анализ KPMG

Анализируя рынок за 2016 г., стоит отметить, что объем сделок M&A с участием российских компаний вырос на 1,1%. Несмотря на небольшой рост эти данные существенно отличаются от динамики рынка в 2015 году, когда количество сделок M&A сократилось на 10% по сравнению с 2014 г. Однако что касается суммарной стоимости сделок в 2016г., то этот показатель является худшим за последние семь лет и составляет всего \$41,76 млрд.

¹⁹ Загребельная Н.С. Мировой и российский рынок слияний и поглощений [Электронный ресурс] // Вестник МГИМО. – 2015. - № 2. – Режим доступа: <http://www.vestnik.mgimo.ru/en/sites> (дата обращения: 01.04.2017)

²⁰ Рынок слияний и поглощений в 2015 году [Электронный ресурс] // Вестник KPMG, 2000-2017. – Режим доступа: <https://home.kpmg.com/ru/ru/home/insights.html> (дата обращения: 02.04.2017)

Такая цифра может быть объяснена в том числе недостатком “мегасделок” стоимостью от \$1 млрд: в 2016 году было проведено всего лишь семь подобных сделок.

Роль лидера по объему и числу сделок M&A на российском рынке сохранилась за отраслью строительства и девелопмента: проведено 68 транзакций на сумму \$11,1 млрд (26,6% от объема рынка). Данная отрасль является также самой “дорогой” отраслью на российском рынке. Отраслью, продемонстрировавшей взрывной рост в 2016 году, является торговля. Число транзакций в торговле увеличилось на 40% и составило 63 сделки, тогда как стоимость выросла в 2,5 раза до \$4,5 млрд. Отрасль же информационных технологий показала лучшие результаты за последние семь лет: количество сделок увеличилось на 21% до 40 транзакций, а суммарная стоимость выросла в 2,3 раза до \$4,19 млрд.²¹

2.5. Сделка M&A: мини-кейс из российской практики

Одним из примеров неудачных поглощений последних лет в России можно назвать сделку по поглощению банком ВТБ “Банка Москвы”. На первый взгляд крайне успешный и устойчивый Банк Москвы выступал в качестве привлекательного актива для инвестиций другого лидирующего банка: банка ВТБ. Однако история оказалась более чем запутанной и на деле оказалось, что поглощая Банк Москвы, ВТБ на самом деле приобретает огромные “проблемы”. В общем, радужные перспективы поглощения обернулись вызыванием о финансовой помощи, а сама сделка была занесена в ряды самых масштабных санаций, проведенных Центральным Банком.

Как все начиналось: Банк Москвы как идеальная мишень для поглощения

В конце 2010 года банк ВТБ выразил намерение купить Банк Москвы, крупнейшим акционером которого являлось Правительство Москвы. Сделка выступала привлекательной для банка ВТБ по ряду причин. Во-первых, банк ВТБ исчерпал к тому времени свои возможности эволюционного развития, и поглощение одного из ведущих банков московского рынка прекрасно вписывалось в стратегию финансовой организации. Во-вторых, Банк Москвы занимал лидирующие позиции на региональном рынке, обладая широкой клиентской базой: более 60 тысяч московских предприятий, а также 9 миллионов розничных клиентов выступали клиентами банка. Более того, на базе банка была создана социальная карта москвича и осуществлялся билинг коммунальных платежей (20% коммунальных платежей московского региона).²² Таким образом, Банк Москвы выступал

²¹ URL: <http://mergers.akm.ru/pages/stats>

²² Булавинов И., Локшина Ю. ‘Банк Москвы всегда был очень привлекательным’ [Электронный ресурс] // Коммерсант. – 2011. – Т. 2, №1. - URL: <http://www.kommersant.ru/doc/1672985> (дата обращения: 26.03.2017).

достаточно сильным финансовым институтом и его приобретение банком ВТБ было оправдано.

В феврале 2011 года антимонопольное ведомство дало разрешение банку ВТБ на приобретение 100% акций московского банка. По прошествии четырёх дней со дня полученного от ведомства одобрения сделка по поглощению была также одобрена Советом директоров банка ВТБ. Следующим шагом было приобретение Банком ВТБ пакета Правительства Москвы в Банке Москвы (46,48%), а также 25% плюс одной акции Столичной страховой группы, владеющей на тот момент 17,32% акций московского банка. Общая сумма сделки составила 103 миллиарда рублей. Отметим, что датой объявления о проведении сделки согласно базе данных по сделкам M&A ZEPHYR является 22 февраля 2011 года.

Дальнейший ход событий: приобретение “кота в мешке”

Однако дальнейший ход событий можно смело назвать “страшным сном” для Банка ВТБ: начали выплывать тревожные сведения о положении дел Банка Москвы. В балансе последнего обнаружили большую “черную дыру” – сомнительные кредиты на миллиарды долларов, выданные компаниям, которые были тесно связаны с топ-менеджментом Банка Москвы. Почти половина кредитного портфеля банка оказалась под угрозой дефолта. Данные события вызвали мгновенную реакцию со стороны Центрального Банка: опасаясь критических последствий для всей российской банковской системы, как в свое время в случае с Lehman Brothers, Банк России решил выделить специальные средства на оздоровление Банка Москвы. Он предоставил гарантированные государством ссуды на сумму около 295 миллиардов рублей по процентной ставке существенно ниже рыночной (0,5% годовых). Такая сделка по оздоровлению банка стала самой крупной в истории России санацией Центрального Банка: был потрачен примерно 1% годового объема российского ВВП.

Завершение сделки: выход из сложившейся ситуации

Окончательно процесс присоединения был завершён в мае 2016 года и сопровождался заметными изменениями в первоначальном плане присоединения. Банк Москвы был поделён на две части: его большая часть была выделена в “Банк Специальный” и переведена на баланс ВТБ; активы же, необходимые для выполнения плана финансового

оздоровления Банка Москвы, были переведены на баланс его приемника – “БМ банка”, который теперь участвует в процедуре санации.²³

Анализ результативности сделки

Результативность проведенной сделки измеряется в виде накопленной избыточной доходности на двух окнах события: трехдневном и 11-дневном. Из графиков, представленных на рисунках 4 и 5 ниже, видно, что накопленная избыточная доходность является отрицательной на обоих рассмотренных окнах события. Кроме того, она принимает более отрицательные значения на более коротком окне события: трехдневном. Такой результат говорит о том, что рынок негативно оценил сделку уже ближе к дате ее объявления. Это может быть связано с обнаружением некоторой негативной информации о сделке, в том числе связанной и с проблемами Банка Москвы, компании-мишени.

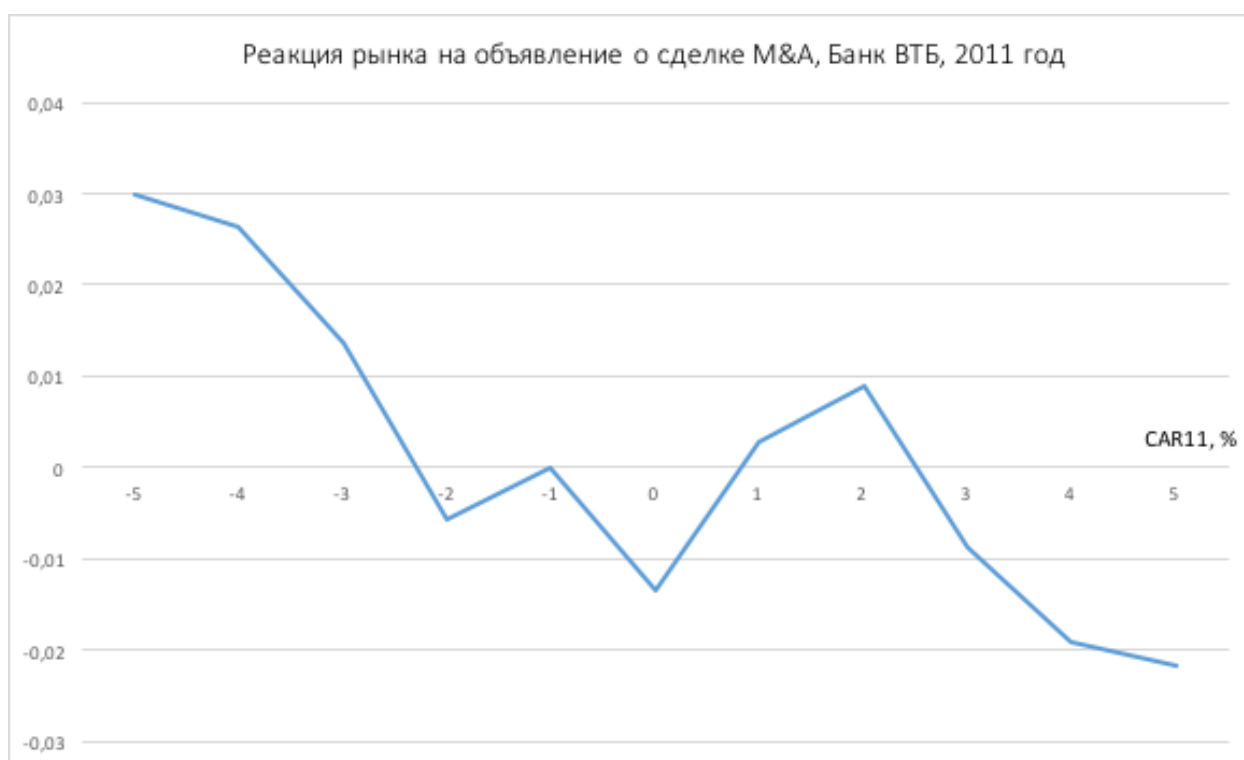


Рис. 4 Реакция рынка на объявление о сделке M&A, Банк ВТБ, 2011 год (11-дневное окно события)

Источник: составлено автором

²³ Уткин А.. Банк Москвы “растворился” в ВТБ [Электронный ресурс] // Риа новости. – 2016. – Т. 2, №1. - URL: <https://ria.ru/economy/20160510/1430116290.html> (дата обращения: 26.03.2017).



Рис.5 Реакция рынка на объявление о сделке М&А, Банк ВТБ, 2011 год (3-дневное окно события)

Источник: составлено автором

Анализ роли корпоративного управления в сделке

Затрагивая вопрос организации корпоративного управления Банка ВТБ на момент объявления о сделке, нужно отметить, что в состав Совета директоров, председателем которого на тот момент являлся А.Л.Кудрин, входило 11 человек. Четверо членов являлись независимыми директорами.

Анализируя структуру корпоративного управления Банка Москвы, компании-мишени, на момент совершения сделки, то по словам Сергея Дубинина, председателя Совета директоров Банка ВТБ, “Банк Москвы при прежнем руководстве был разновидностью финансовой пирамиды”. В московском банке не хватало хорошо отлаженной системы корпоративного управления и контроля со стороны ведущего акционера – Правительства Москвы. Несомненно, вопрос относительно качества корпоративного управления в банках, находящихся в государственной собственности, был поставлен.

В процессе объединения двух банков был избран новый состав Совета директоров Банка Москвы. Так, в его состав вошли 5 представителей банка ВТБ, одним из которых являлся А.Л.Костин, занявший пост председателя совета. Общая численность директоров составила 15 человек. От города были избраны два представителя: Андрей Шаронов и Наталья Сергунина. Избранные в совет кандидаты от Банка Москвы составили семь

человек, четыре из которых оказались независимыми.²⁴ Кроме того, осознав важность количественной оценки крупных сделок, банк пригласил в свой наблюдательный совет Дэвида Бондермана - известного финансиста. Он является руководителем одного из крупнейших американских инвестиционных фондов и имеет колоссальный опыт работы в финансовом секторе.²⁵

Окончательный вывод связан с необходимостью совершенствования процедур корпоративного управления, а также обеспечение качественного функционирования комитетов при наблюдательных советах. Так, крупные сделки по слиянию и поглощению должны проходить первоначальную проверку в комитете по рискам, а затем уже выноситься на обсуждение наблюдательного совета.

Выводы по сделке

Стоит отметить, что после завершения сделки Банк ВТБ осознал важность проведения изменений в системе корпоративного управления, в том числе и в его главном внутреннем механизме – Совете директоров. Более того, банк среагировал на сложившуюся ситуацию достаточно оперативно, о чем свидетельствуют многочисленные изменения в составе данного органа управления, вступившие в силу уже в июне 2011 года, всего через три месяца после объявления о сделке: были введены трое новых участников в состав Совета директоров и выведены двое. Все изменения, касающиеся состава совета, представлены в таблице ниже.

Таблица 1

Основные изменения в составе Совета директоров банка ВТБ с 2011 по 2012 гг.

Характеристика Совета директоров:	Изменение:
Размер совета	Увеличение состава совета с 11 до 15 членов
Доля независимых директоров в совете	Количество независимых директоров увеличилось с 4 до 6 членов с 2011 по 2012 год; соответственно, доля независимых директоров увеличилась с 36% до 40% за тот же период
Профессиональная принадлежность членов совета директоров	Включение Дэвида Бондермана, известного финансиста, в состав совета ввиду осознания значимости качественной финансовой оценки сделок

Источник: составлено автором

²⁴ Воронова Т., Банк Москвы переходит под оперативное управление ВТБ [Электронный ресурс] // Ведомости. – 2011. – Т. 2, №1. - URL: https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2011/01/28/bitva_z_a_moskvu (дата обращения: 30.03.2017).

²⁵ URL: <http://www.vtb.ru/group/press/news/interview/95287/>

2.6. Роль Совета директоров в сделках M&A: основные гипотезы

После анализа ряда исследований по влиянию основных характеристик Совета директоров (размера, доли независимых директоров в совете, занятого совета и среднего возраста его членов) на деятельность компании в предыдущей главе перейдем к рассмотрению данных характеристик в контексте сделок по слияниям и поглощениям. На основе изученных работ будут выдвинуты гипотезы, требующие дальнейшей проверки в рамках эмпирического исследования.

Размер Совета директоров и результативность сделок M&A

Что касается исследований в области влияния размера Совета директоров на результативность сделок M&A, то А.Коласински и К.Ли пришли к выводу о том, что меньший размер Совета директоров позволяет заключать более эффективные сделки M&A [Kolasinski, Li, 2013]. Авторы полагают, что более “сильные” Советы директоров (т.е. небольшого размера с большой долей независимых директоров) ослабляют самоуверенность менеджеров при совершении сделок M&A. Схожей точки зрения в вопросе размера Совета директоров придерживается Н.Кэрлин, доказывая негативное влияние многочисленного состава данного органа управления на операционную деятельность после проведения сделки поглощения [Carline, 2009]. В.Бен-Амар также доказывает негативную взаимосвязь размера Совета директоров и прибыльности деятельности поглощаемой фирмы в краткосрочной перспективе [Ben-Amar, 2011]. Обратной точки зрения в этом вопросе придерживаются С.Баугес и М.Стиджмоллер, которые доказали положительное влияние многочисленного Совета директоров на создание ценности при заключении сделки M&A [Bauguess, Stegemoller, 2008].

На основе проанализированных исследований и ограничений российского законодательства делается вывод о нелинейной (U-образной) зависимости между размером Совета директоров и результативностью сделок M&A. Такой вывод объясняется тем, что для компании более выгодным является либо поддержание минимального количества членов Совета директоров согласно требованиям российского законодательства, либо расширение состава в случае необходимости ввиду специфичности деятельности компании [Raheja, 2005; Coles, 2008; Березинец, Ильина, Черкасская, 2013]. М.Дженсон также настаивает на максимальном размере Совета директоров в семь-восемь человек [Jenson, 1993]. А в исследовании PricewaterhouseCoopers делается следующий вывод: “Размер Совета директоров должен соответствовать потребностям бизнеса, быть достаточным для обеспечения непрерывности своей деятельности в случае изменения состава совета директоров и его комитетов и, при этом, не должен быть слишком большим”.

Гипотеза №1: для поглощающих компаний имеет место нелинейная взаимосвязь (U-образная) между размером Совета директоров и результативностью сделок M&A.

Независимые директора в совете и результативность сделок M&A

Рассматривая роль независимых директоров при заключении сделок M&A, обратим внимание на то, что они, как правило, лучше защищают интересы акционеров, так как не связаны никакой иерархической зависимостью с CEO, что дает им больше свободы при проверке главных управляющих фирмы [Patton, Baker, 1987]. Существуют наблюдения о том, что независимые директора задают более сложные и глубокие вопросы на встречах Совета директоров и принимают решения, приводящие к улучшению благосостояния акционеров [Byrd, Hickman, 1992]. Они также более объективны при оценивании затрат и выгод будущей сделки [Byrd, Hickman, 1992]. Так, в исследовании, проведенном М.Хайвардом и Д.Хембриком [Hayward & Hambrick, 1997], делается вывод о взаимосвязи между самоуверенностью генерального директора и размером выплачиваемой ему премии в результате сделок слияния и поглощения. Авторы уделяют внимание тому, что данная взаимосвязь усиливается при менее эффективном функционировании Совета директоров: при большей доле сотрудников компании в составе Совета Директоров, то есть лиц, заинтересованных в принятых решениях. Сущность данной взаимосвязи раскрывается в следующем объяснении: самоуверенность управляющих приводит к формированию мнения о том, что их оценки выше оценок рынка. Именно поэтому, возникает возможность совершения сделок не по экономическим, а по личным мотивам [Roll, 1986]. В то время как независимые директора, обладая опытом работы в разных компаниях, могут более корректно оценить сделку и назначить соответствующий ей размер премии.

Необходимо также рассмотреть влияние доли независимых директоров на деятельность фирмы в контексте доступности информации. Когда стоимость доступа к информации невелика, то деятельности независимых директоров улучшается; рост стоимости информации приводит в свою очередь к негативному влиянию дополнительных независимых директоров в совете на деятельность фирмы [Duchin et al., 2010]. Уделяя внимание информационному аспекту, ряд авторов полагают, что наличие большой доли связанных с деятельностью компании директоров благоприятно сказывается на благосостоянии акционеров, так как первые обеспечивают постоянство дискуссии между встречами совета [Baysinger, Hoskisson, 1990], а также предоставляют детальную информацию о функционировании организации на заседаниях Совета директоров [Harris, Shimizu, 2004]. Таким образом, роль рассматриваемых типов директоров различна: главной

задачей независимых директоров является мониторинг действий главного управляющего и его консультирование по вопросам принятия решений; связанные же с деятельностью компании директора определяют ее стратегию и призваны передавать всю имеющуюся информацию о фирме независимым директорам [Coles et al., 2008]. Становится очевидным, что при таком распределении полномочий должен быть достигнут баланс в доле независимых и связанных с деятельностью компании директоров в совете [Baysinger, Hoskisson, 1985].

Таким образом, несмотря на то, что независимые и связанные с деятельностью компании директора играют различную роль в работе фирмы, роль первых в совете остается существенной. Главными аргументами за увеличение доли независимых директоров в совете являются следующие: более эффективный мониторинг действий СЕО внешними директорами, приводящий в том числе к уменьшению самоуверенности главных управляющих [Patton, Baker, 1987; Byrd, Hickman, 1992; Wright et al., 2002; Li, 2012], более качественная оценка будущей сделки M&A [Byrd, Hickman, 1992; Hayward & Hambrick, 1997; Masulis, Mobbs, 2011; Roll, 1986], а также сглаживание агентской проблемы и улучшение благосостояния акционеров [Brewer et al, 2000; Ben-Amar et al., 2011; Walters et al., 2007]. Так как в большинстве работ существуют предположения о том, что независимые директора положительно влияют на проведение таких сделок, то выдвигается гипотеза о положительной взаимосвязи между долей независимых директоров в совете и результативностью сделок M&A.

Гипотеза №2: для поглощающих компаний имеет место положительная взаимосвязь между долей независимых директоров в совете и результативностью сделок M&A.

Средний возраст членов Совета директоров и результативность сделок M&A

Анализируя роль среднего возраста членов Совета директоров в контексте сделок M&A, стоит отметить что директора более старшего возраста ищут больший объем информации по интересующему их вопросу, а также уделяют внимание качеству такой информации [Muth, Donaldson, 1998]. Следовательно, директора более старшего возраста мыслят независимо, взвешивая все риски и выгоды будущих решений относительно проведения сделок M&A. Такая подготовка говорит о более высокой избыточной доходности для сделок по слияниям и поглощениям, заключаемых Советом директоров с большим средним возрастом.

С другой стороны, члены Совета директоров более старшего возраста испытывают ухудшение когнитивных способностей, а также менее склонны к принятию более рискованных решений по сравнению с младшим поколением [Muth, Donaldson, 1998].

Объяснением такого сопротивления к принятию большего риска служит то, что карьера и материальное положение с возрастом становятся еще более важными для человека, так как повышается опасение их потерять [Wiersema, Bantel, 1992]. Таким образом, избегая слишком рискованных решений, члены Совета директоров более старшего возраста могут не принять решения, связанные со сделками М&А, которые кардинально повлияли бы на стратегию развития компании.

Таким образом, предполагая, что опыт членов Совета директоров более старшего возраста в контексте проведения сделок М&А перевешивает возможное ухудшение их когнитивных способностей, сформулируем следующую гипотезу, сформулированную ниже.

Гипотеза №3: для поглощающих компаний имеет место положительная взаимосвязь между средним возрастом членов Совета директоров и результативностью сделок М&А.

Занятость Совета директоров и результативность сделок М&А

Роль занятых директоров в принятии сделок М&А рассмотрена рядом исследователей. Бенсон и соавторы [Benson et al., 2014], изучив 54 сделки М&А с 1997 по 2008 год, пришли к выводу, что результат такой сделки зависит от категории директора. Одной из рассматриваемых категорий является совмещение роли директора в поглощающей компании с позицией СЕО в компании-мишени. Премия в случае слияния таких компаний, как правило, ниже, так как директор такой категории заботится о благосостоянии своих акционеров. Занятые директора также рассматриваются как проводники информации о бизнеса практиках [Useem, 1984] и могут сыграть важную роль в сделках М&А [Renneboog, Zhao, 2014]. Так, Хаунсчилд показала [Haunschild, 1993], что менеджеры компаний более склонны к инициированию сделок М&А с другими компаниями, в Совете директоров которых они также состоят. Ренебуг и Зао [Renneboog, Zhao, 2014] доказывают, что занятость директоров помогает поглощающей компании наметить мишень, увеличивает вероятность завершения сделки М&А и сокращает длительность переговоров.

Таким образом, существуют как аргументы за наличие занятого Совета директоров в организации, так и против него. Первые в основном опираются на наличие опыта и связей у занятых директоров [Fama, Jensen, 1983; Jackling, Johl, 2009; Harris, Shimitzu, 2004], тогда как главным аргументом последних выступает ограниченность времени, которой обладают занятые директора и которая понижает качество выполняемых ими решений [Lipton, Lorsh, 1992; Falato et al., 2014; Ferris et al, 2003; Ahn, Kim, 2010; Fich, Shivdasani, 2006]. Принимая

во внимание то, что время – это более ценный и трудновосполнимый ресурс по сравнению с ресурсами и связями, а также учитывая особенности российского корпоративного управления, в данном исследовании принимается гипотеза об отрицательной взаимосвязи между занятым Советом директоров и результативностью сделок M&A.

Гипотеза №4: для поглощающих компаний имеет место отрицательная взаимосвязь между занятостью Совета директоров и результативностью сделок M&A

ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

В данной главе представлено пошаговое описание основной методологии исследования. Исследование состоит из двухшаговой процедуры, включающей в себя расчет накопленной избыточной доходности (CAR) как меры результативности сделок M&A при помощи метода event-study на первом шаге, а также построение регрессии на втором шаге для выявления взаимосвязи между рядом факторов корпоративного управления и результативностью сделок M&A, представленной в виде CAR.

3.1. Методология исследования: event-study.

На первом шаге вычисляем накопленную избыточную доходность (CAR), которая выступает в качестве меры результативности сделок M&A. Для этого необходимо:

- Определить размер “окна события”
- Сформулировать критерии для попадания сделок в выборку
- Выбрать модель нормальной доходности
- Определить размер “окна оценивания”
- С учетом определенных ранее параметров проделать все необходимые шаги для получения накопленной избыточной доходности

Определение длины “окна события”

На первом шаге исследования необходимо определить длину “окна события”, в рамках которого считается, что произошедшее событие влияет на котировки акций компании. Для определения временных рамок “окна события” обращаемся к ряду статей, в которых исследуются как развитые, так и развивающиеся рынки.

Исследование К.Дефранк и Н.Хайгербаерт [Defrancq, Huyghebaert, 2016] посвящено определению характера взаимосвязи между набором характеристик корпоративного управления и результативностью сделок M&A на развитом европейском рынке. В качестве основного окна события взято окно $[-1,+1]$. Также рассматривается окно $[-5,+5]$. Другим исследованием на развитом рынке является исследование американского рынка сделок M&A С.Ана и И.Кима [Ahn, Kim, 2010]. Авторы считали накопленную избыточную доходность на следующих окнах: $[-1,0]$, $[-1,+1]$, $[-2,+2]$, $[-5,+5]$. Исследуя влияние связей членов Совета директоров с обеими американскими компаниями, участвовавшими в сделке M&A, на результативность самой сделки, И.Кай и М.Севилир [Cai, Sevilir, 2012] используют разные окна события: $[-1,+1]$, $[-2,+2]$, $[-3,+3]$. Другими исследованиями американского рынка является работа М.Свэнстрема [Swanstrom, 2006], в которой окно события определяется как $[-1,0]$, и работа М.Масулиса [Masulis, 2007], где окно события составляет 5 дней $[-2,+2]$.

Что касается развивающегося рынка, то, к примеру, Н.Рани и С.Ядав исследуют индийский рынок M&A [Rani, Yadav, 2014], определяя характер взаимосвязи между индексом корпоративного управления и избыточной доходностью компании-поглотителя. В качестве “окна события” авторы берут следующие временные отрезки: $[0,0]$, $[-1,+1]$, $[-2,+2]$ и $[-5,+5]$. Крупным исследованием, посвященным азиатскому рынку сделок M&A, является работа Дж.Ма и Дж. Пагана [Ma, Pagan, 2009], в которой с точки зрения результативности сделок M&A рассматриваются китайский, индийский, индонезийский, корейский, малазийский и другие азиатские рынки. В качестве окна события берутся следующие временные рамки: $[0,1]$, $[-1,+1]$, $[-2,+2]$. В исследовании о реакции российского фондового рынка на объявления о выплате дивидендов [Березинец, Булатова, Ильина, Смирнов, 2015] берется накопленная избыточная доходность на 21-дневной окне события $[-10,+10]$.

Еще одним подходом к определению длины окна события является подход Н.Климаревой и С.Студниковой, представленный в статье “Методологические проблемы применения метода событийного анализа в финансовых исследованиях” [2011] и основанный на исследовании российского рынка. Выбор длины “окна события” является ключевым шагом в ES и неверный подход к его определению может кардинально повлиять на результаты исследования. Как правило, событийное окно бывает небольшого размера, чтобы избежать попадания в него посторонних событий. Кроме того, стоит избегать такого событийного окна, на котором событие оказывается значимым. Это приводит к возникновению “экономической псевдотеории”. Учитывая все возможные риски и ограничения при выборе длины событийного окна, авторами рассматриваемой статьи была разработана методика определения “окна события”. Данная методика основана на двух основных критериях: источнике возникновения события и форме деятельности компании. Источником возникновения события согласно данной методологии могут являться как сама компания, ее окружение, природные явления или государство. Виды деятельности компании представлены операционной, инвестиционной и финансовой деятельностью. Говоря о сделках M&A, то согласно данному исследованию источником события является сама компания, а формой деятельности, на которое сделка оказала должное влияние, является финансовая деятельность фирмы. Так, Мукхиржрим и соавторы [Mukherjee et al, 2006] провели исследование, доказывающее, что первичным мотивом для проведения сделки M&A являлась операционная синергия, которая может быть достигнута за счет диверсификации деятельности компании. Последняя в свою очередь относится к группе финансовых мотивов осуществления слияний и поглощений. Следовательно, ширина событийного окна составляет 7 дней $[-1,+3]$ согласно таблице 2.

Таблица 2

Ширина расчетного и событийного окна в исследовании в зависимости от типа события

Деятельность компании	Компания	Окружение	Природные силы	Государство	Окно
Операционная	[-250; -30]	[-250; -15]	[-250; -2]	[-250; -15]	EsW
	[-2; +5]	[-2; +6]	[0; +2]	[-1; +4]	EsW
Инвестиционная	[-200; -30]	[-200; -15]	[-200; -2]	[-200; -15]	EsW
	[-2; +4]	[-2; +5]	[0; +1]	[-1; +4]	EsW
Финансовая	[-100; -30]	[-100; -15]	[-100; -2]	[-100; -15]	EsW
	[-1; +3]	[-1; +3]	[0; +1]	[-1; +2]	EsW
Прочее	[-70; -30]	[-70; -15]	[-70; -2]	[-70; -15]	EsW
	[-1; +1]	[-1; +1]	[0;+1]-[0; +7]	[-1; +1]	EsW

Источник: [Климарева, Студникова, 2011]

Таким образом, подводя итог результатам всех исследований и статей, представленным выше, составим сводную таблицу по всем рассмотренным материалам (таблица 3). Исходя из представленных в ней данных наиболее типичными окнами события являются следующие: [-1,+1], [-2,+2] и [-5,+5]. Данные актуальны как для развитых, так и для развивающихся рынков, поэтому в данной работе будут использованы два типичных окна события размером в 3 и 11 дней.

Таблица 3

Окна события, используемые в исследованиях по разным типам рынков

Исследование:	Тип рынка:	Длина окна события:
Defrancq, Huyghebaert, 2016	Развитый	[-1,+1]; [-5,+5]
Ahn, Kim, 2010	Развитый	[-1,0];[-1,+1]; [-2,+2];[-5,+5]
Cai, Sevilir, 2012	Развитый	[-1,+1]; [-2,+2]; [-3,+3]
Swanstrom, 2006	Развитый	[-1,0]
Masulis, 2007	Развитый	[-2,+2]
Rani, Yadav, 2014	Развивающийся	[0,0]; [-1,+1]; [-2,+2]; [-5,+5]
Ma, Pagan, 2009	Развивающийся	[0,1], [-1,+1], [-2,+2]
Березинец, Булатова, Ильина, Смирнов, 2015	Развивающийся	[-10,+10]
Климарева и Студникова, 2011	Развивающийся	[-1,+3]

Источник: составлено автором

Критерии формирования выборки

Следующим шагом является разработка критериев для включения сделок M&A в выборку. При отборе сделок действовали следующие критерии:

- 1) Компания-поглотитель и компания-мишень зарегистрированы и функционируют на территории РФ
- 2) Акции компании-поглотителя котируются на российской бирже на момент проведения сделки
- 3) Компания-поглотитель должна приобретать как минимум 25% акций компании-мишени, так как такой пакет акций является блокирующим, позволяющим покупателю принимать участие в управлении компанией. Владение пакетом 25%+1 акция (блокирующий голос) дает право на определяющее участие в решении вопросов, требующих утверждения $\frac{3}{4}$ голосов [ФЗ об АО, главы 7,8,10]. Блокирующий пакет предоставляет простой частичный контроль, дающий право блокирования принятия решений.
- 4) Текущее состояние сделки определяется как “объявленная” и “завершенная”.
- 5) Временные рамки представляют собой следующий промежуток: с 01/01/2010 по 01/01/2017

Соблюдая перечисленные выше критерии, с использованием базы данных ZEPHYR была сформирована выборка из 138 сделок M&A. Однако затем выборка была сокращена до 53 сделок, так как часть сделок была совершена одной компанией на одном и том же временном промежутке. Результаты по составлению выборки представлены в приложении

Далее представлена отраслевая принадлежность поглощаемых компаний, представленных в выборке (рис.6). Разделение производилось на основе принадлежности поглощающей компании к определенной отрасли. Наибольшую долю в выборке (28%) составляют сделки, совершенные компаниями из финансовой сферы, далее идут компании из отрасли телекоммуникаций (23%) и завершает тройку лидеров нефтегазовая отрасль (15% компаний-поглотителей представлены в выборке).



Рис.6 Отраслевая принадлежность поглощающих компаний

Нормальная модель доходности

Затем выбираем модель, генерирующую поведение доходности. Такая модель носит название нормальной модели для вычисления доходности акций компании ($r(t)_n$). Данная модель выступает в качестве эквивалента доходности, которую акции компании показали бы в день t , если бы исследуемое событие не произошло.²⁶

Существуют две основные модели для расчета нормальной доходности: модель с постоянной доходностью и рыночная модель. Первая модель подразумевает, что средняя доходность акции постоянна во времени (1), тогда как вторая модель представляет собой линейную зависимость между доходностью рынка и доходностью акции (2).

В данном исследовании в основе модели нормальной доходности рыночная модель.

Рыночная модель представлена следующей формулой: $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$ (2), где R_{it} – это доходность ценной бумаги i , а R_{mt} – доходность рыночного индекса, в нашем случае индекса ММВБ.

²⁶ Климарев С., Студников С. Методологические проблемы применения метода событийного анализа в финансовых исследованиях [Электронный ресурс] // Управление персоналом. – 2011. – Т. 2, №1. - URL: <https://www.econ.msu.ru/cmt2/lib/c/1416/file/Economika-6-2011.pdf> (дата обращения: 06.04.2017).

Определение длины “окна оценивания”

На четвертом шаге оцениваем параметры модели нормальной доходности в “окне оценивания” или в “расчетном окне”. Для определения размера окна оценивания также обратимся к ряду проведенных на разных рынках исследований.

Исследование европейского рынка [Defrancq, Huyghebaert, 2016] базируется на окне оценивания от -250 до -51 дня до даты события. Оценка параметров рыночной модели доходности для американского рынка [Ahn, Kim, 2010] происходила на окне оценивания [-210, -11]. В исследовании М.Свэнстрема [Swanstrom, 2006] окно оценивания определяется как [-135, -16]. Также существует подход Крэга Маккинли для определения размера “окна оценивания”, сформулированный в его статье “Метод event-study в экономике и финансах”. Согласно данному подходу параметры рыночной модели могут быть оценены на окне оценивания равном 120 дням до даты события.

В исследовании сделок M&A на индийском рынке [Rani, Yadav, 2014] окно оценивания задано от -280 до -26 дня до даты события. В исследовании Дж.Ма и Дж. Пагана окно оценивания берется от -125 до -6 дня до даты события [Ma, Pagan, 2009]. В исследовании о реакции российского фондового рынка на объявления о выплате дивидендов [Березинец, Булатова, Ильина, Смирнов, 2015] окно оценивание равно 180 дням [-191, -11]. А методология Н.Климаревой и С.Студниковой подразумевает следующее окно оценивания: [-100, -30]. Данные по проанализированным исследованиям представлены в таблице ниже (табл.4). В данной работе в качестве окна оценивания взято окно [-125, -6] в качестве основного и соответствующие комбинации в зависимости от окна события: [-125, -2], [-125, -3].

Таблица 4

Окна оценивания, используемые в исследованиях по разным типам рынков

Исследование:	Тип рынка:	Размер окна оценивания:
Defrancq, Huyghebaert, 2016	Развитый	[-250, -51]
Ahn, Kim, 2010	Развитый	[-210, -11]
Swanstrom, 2006	Развитый	[-135, -16]
Маккинли, 1997	Развитый	[-120, -1]
Ma, Pagan, 2009	Развивающийся	[-125, -6]
Rani, Yadav, 2014	Развивающийся	[-280, -26]
Березинец, Булатова, Ильина, Смирнов, 2015	Развивающийся	[-191; -11]
Климарева и Студникова, 2011	Развивающийся	[-100, -30]

Источник: составлено автором

Основные шаги исследования

После определения длины окна события и окна оценивания, а также вида модели нормальной доходности переходим к следующим шагам:

1. Оценка параметров модели нормальной доходности: на основе посчитанной доходности акций *i*-ой компании и доходности индекса ММВБ оценим параметры модели нормальной доходности (α_i ; β_i) на окне оценивания с помощью функции “регрессия” в excel.
2. Расчет избыточной доходности (AR - abnormal return) на окне события. Этот показатель представляет собой разницу между фактической доходностью, полученной ранее, и рассчитанной нормальной доходностью.
3. Расчет накопленной избыточной доходности: все полученные избыточные доходности (AR*) суммируются для расчета показателя накопленной избыточной доходности (CAR**) на различных окнах события: [-1,+1], [-5,+5] и [-10,+10].

*Избыточная доходность представлена следующей формулой:

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i + \beta_i * R_{mt}, \text{ где}$$

R_{it}- реальная доходность акций поглощающей компании

R_{mt} – доходность индекса ММВБ

α_i , β_i –коэффициенты рыночной модели

**Накопленная избыточная доходность представлена формулой:

$$CAR_i = \sum_{t=1}^T AR_{it}, \text{ где}$$

AR-избыточная доходность

Выводы по результатам event-study

По результатам проделанной работы были получены следующие данные по накопленной избыточной доходности, представленные в таблице ниже (таблица 5). Анализируя представленные в ней результаты, стоит отметить, что средняя избыточная доходность на окне события 11-ти дней является положительной, выступая индикатором создания стоимости сделками М&А для акционеров; средняя избыточная доходность на самом коротком, трехдневном окне, демонстрирует негативные значения. Таким образом, можно сделать вывод о том, что, на более длительных окнах события рынок оценивает сделку более позитивно. Такую реакцию рынка можно объяснить тем, что в большинстве случаев существует важная информация о сделке, доступная только “приближенным

людям”, т.е. инсайдерам. Однако рано или поздно она становится доступной остальным игрокам рынка, но уже совсем близко к дате объявления о сделке. На более же длительном окне события эта информация еще недоступна для большей части инвесторов.

Стоит также выделить и описать сделки с минимальным и максимальным CAR. Сделкой с наименьшей избыточной доходностью в выборке (-21,99%) является поглощение в 2014 году компанией “Башнефть” компании “Бурнефтегаз”. Максимальная же избыточная доходность (19,9%) была выявлена при поглощении в 2015 году компанией “АФК Система” ОАО “Интеллект телеком”, занимающуюся разработкой и внедрением новых технологий.

Таблица 5

Данные по накопленной избыточной доходности на разных окнах события

Окно событий CAR	Средняя CAR	Минимальная CAR	Максимальная CAR
CAR [-5;+5]	4.029%	-21,99%	19,9%
CAR [-1;+1]	-0.00727%	-8,68%	5.89%

Источник: составлено автором

3.1. Регрессионный анализ

Построение регрессионной модели

Общий вид регрессионной модели выглядит следующим образом:

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 B_{size} + \beta_4 B_{ind} + \beta_5 B_{age} + \beta_6 B_{busy1} + \varepsilon_t, \text{ где}$$

α -константа

CAR_i – накопленная избыточная доходность на определенном окне события для i -ой компании

$\beta_1 - \beta_6$ - коэффициенты при контрольных переменных и факторах корпоративного управления

X_1 -первая контрольная переменная в модели

X_2 -вторая контрольная переменная в модели

B_{size} - размер Совета директоров поглощающей компании

B_{ind} – доля независимых директоров в совете поглощающей компании

B_{age} – средний возраст членов Совета директоров поглощающей компании

B_{busy1} – бинарная переменная, определяющая принадлежность Совета директоров к занятому

ε_t -нормально распределенная случайная ошибка

В обобщенном виде данные по зависимых и контрольным, а также независимым переменным представлены в таблицах 6 и 7 ниже.

Таблица 6

Описание переменных

Название переменной:	Обозначение в модели:	Описание переменной:
Зависимые переменные модели		
Накопленная избыточная доходность на 3-дневном окне события	CAR3	Расчет по методологии event-study на 3-дневном окне события
Накопленная избыточная доходность на 11-дневном окне события	CAR11	Расчет по методологии event-study на 11-дневном окне события
Независимые переменные модели		
Контрольные переменные		
Рентабельность активов	ROA	Соотношение EBIT к общему объему активов фирмы на конец прошлого года относительно объявления о сделке
Объем операционной прибыли	LNCFO	Логарифмированный объем операционной прибыли на конец прошлого года относительно объявления о сделке
Уровень долговой нагрузки поглощающей фирмы	Leverage	Соотношение объема долгосрочных обязательств к общему объему активов фирмы на конец прошлого года относительно объявления о сделке
Присутствие компании-мишени на бирже	Tartgetlisted	Бинарная переменная: 1-акции компании-мишени котируются на бирже на момент объявления о сделке; 0-акции компании-мишени не котируются на бирже
Другие независимые переменные		
Размер Совета директоров поглощающей компании	B_size	Логарифмированное количество членов СД поглощающей компании
Доля независимых директоров в поглощающей компании	B_ind	Соотношение независимых директоров к общей численности СД поглощающей компании

Занятый Совет директоров	B_busy1	Бинарная переменная, характеризующая занятость СД поглощающей компании: 1-если доля занятых директоров в совете составляет >0.5; 0 – в противном случае
Средний возраст членов Совета директоров поглощающей компании	B_age	Соотношение суммарного возраста всех членов СД поглощающей компании к их количеству в совете
<i>Источник: для контрольных переменных была взята годовая бухгалтерская отчетность за предыдущий год перед объявлением о сделке; для остальных независимых переменных – годовые отчеты за тот год, когда была объявлена сделка M&A</i>		

Источник: составлено автором

Стоит еще раз уточнить источники полученных по всем переменным регрессионной модели данных. Данные по накопленной избыточной доходности получены на предыдущем шаге исследования. Данные по контрольным переменным собирались вручную на конец прошлого года относительно объявления о сделке. Все данные по характеристикам корпоративного управления также были собраны вручную с помощью годовых отчетов компаний. Отчеты были взяты за год, в котором была объявлена сделка M&A.

Зависимые переменные

В качестве зависимой переменной выступает накопленная избыточная доходность (CAR), рассчитанная на предыдущем шаге исследования. Этот показатель результативности сделок M&A берется на различных окнах события для выявления наиболее значимого: [-1;+1] и [-5;+5].

Независимые переменные

На основе анализа многочисленных исследований по сделкам M&A, факторам корпоративного управления, а также их взаимосвязи [Defrancq, Huyghebaert, 2016; Ahn, Kim, 2010; Swanstrom, 2006; Rani, Yadav, 2014; Ma, Pagan, 2009] и выдвинутых на основе изученных работ гипотез были проанализированы следующие факторы корпоративного управления для включения в регрессионную модель. Факторами корпоративного управления в данной работе являются:

Board_size – натуральный логарифм количества членов в Совете директоров поглощающей фирмы на момент объявления о сделке

Board_independence – доля независимых директоров в Совете директоров поглощающей фирмы на момент объявления о сделке

Board_busy1 – бинарная переменная, определяющая принадлежность Совета директоров к занятому

Board_age – средний возраст членов Совета директоров поглощающей фирмы на момент объявления о сделке

Контрольные переменные

Добавление контрольных переменных в модель является необходимым элементом построения базовой модели, поэтому необходимо провести тщательный анализ финансовых детерминант, от которых зависит результативность сделок M&A. В таблице ниже представлен перечень основных контрольных переменных, включаемых в различные модели многочисленных исследований [Rani, Yadav, 2014; Ma, Pagan, 2009; Defrancq, Huyghebaert, 2016; Ahn, Kim, 2010; Swanstrom, 2006].

- Рентабельность активов – коэффициент, характеризующий отдачу от использования активов организацией, то есть показатель, характеризующий финансовую результативность деятельности компании. Этот показатель является одним из наиболее распространенных показателей измерения результативности сделок M&A [Defrancq, Huyghebaert, 2016; Martynova, Renneboog, 2008; Meeks, 1981; Bertrand, Betschinger, 2011] и измеряется как соотношение EBIT к общему объему активов организации [Defrancq, Huyghebaert, 2016; Van der Paul, Wolfswinkel, 2007]. Более того, данный показатель является одним из наиболее распространенных для использования на развивающихся рынках, где доступ к нестандартным финансовым показателям ограничен. Что касается функционирования фондового рынка, то акции многих фирм на развивающихся рынках либо не котируются на бирже, либо обладают низкой ликвидностью [Bertrand, Betschinger, 2011]. Все это повышает эффективность использования показателя ROA для измерения результативности сделок M&A на развивающихся рынках. Необходимо отметить, что показатель ROA дает также понимание того, насколько эффективно менеджмент фирмы распоряжается ее активами для генерирования будущей прибыли. Т.Эйзенберг и Д.Йермак также утверждают, что деятельность фирмы в прошлом связана с ее текущим функционированием [Eisenberg, 1998; Yermack, 1996]. Таким образом, так как показатель высокой рентабельности активов фирмы говорит об эффективности работы ее менеджмента, то можно говорить и о лучшем принятии решений относительно проведения сделок M&A, то есть о положительном влиянии ROA на результативность таких сделок [Defrancq, Huyghebaert, 2016; Morck et al., 1990].

- Объем операционной прибыли – данный показатель демонстрирует способность фирмы извлекать прибыль из своего основного вида деятельности. Данный показатель, как и предыдущий, характеризует результативность деятельности организации в прошлом. В регрессионную модель показатель объема операционной прибыли вводится в логарифмированном виде для избегания сильного разброса значений прибыли для компаний из различных отраслей [Defrancq, Huyghebaert, 2016]. Компании, демонстрировавшие операционный убыток в рассматриваемом периоде, исключались из выборки ввиду невозможности взятия логарифма: всего было исключено три сделки. Валютой измерения выступал рубль. Необходимо отметить, что логика при анализе взаимосвязи с зависимой переменной (CAR) та же, что и в предыдущем случае: чем успешнее компания осуществляет свою основную деятельность с помощью лучшей работы менеджмента и получает больше прибыли, тем позитивнее данный факт отражается на результативности проводимых ею сделок M&A, в которых принимает участие и менеджмент компании.
- Уровень долговой нагрузки – это соотношение объема долгосрочных обязательств и общего объема активов фирмы [Defrancq, Huyghebaert, 2016]. Доказано, что высокий уровень долговой нагрузки компании повышает эффективность работы ее менеджмента. Во-первых, большой долг оставляет меньший объем свободных денежных средств, которым обычно распоряжается менеджмент организации, а во-вторых, большой уровень долга повышает опасения менеджмента насчет неуплаты по существующим обязательствам, тем самым дисциплинируя менеджмент. Тем самым, можно говорить о положительном влиянии большой долговой нагрузки на результативность сделок M&A [Jensen, 1986; Masulis, Wang&Xi, 2007; Van der Paul, Wolfswinkel, 2007].
- Присутствие компании-мишени на бирже – бинарная переменная, отвечающая за присутствие компании-мишени на бирже. Этот показатель является одной из характеристик заключаемой сделки M&A. Существуют результаты исследования, свидетельствующие о том, что избыточная доходность, в том числе и накопленная, обычно выше для компаний, поглощающих частные и дочерние компании, чем для тех, кто поглощает публичные [Fuller et al., 2002; Faccio et al., 2006]. Так, для американского рынка было доказано, что компании, поглощающие компании-мишени, акции которых торгуются на бирже, демонстрируют отрицательную избыточную доходность в -1%, тогда как при поглощении частных и дочерних получают избыточную доходность от 2.08% до 2.75% [Fuller et al., 2002]. Однако так как данная контрольная переменная является бинарной, то мы говорим не о

направлении взаимосвязи, а о наличии различий в уровне накопленной избыточной доходности для частных и публичных компаний-мишеней.

Основные этапы регрессионного анализа

На первоначальном этапе сформированная ранее выборка была очищена от выбросов с помощью команды “hadimvo”. Было выявлено 4 выброса. Затем была выведена описательная статистика по рассматриваемым переменным. Данные представлены в таблице 8 ниже.

Таблица 8

Описательная статистика

Переменная:	Среднее значение:	Среднеквадратическое отклонение:	Минимальное значение:	Максимальное значение:
CAR[-1,+1]	-0.00727%	0.0224	-8.68%	5.89%
CAR [-5,+5]	4.029%	0.0699	-21.99%	19.98
B_size	2.32	0.2476	1.95	2.83
B_ind	30.99%	0.1875	0%	77.77%
B_age	51.85	6.5596	37.82	63.18
B_busy1	48.97%	0.5051	0	1
Leverage	26.83%	0.1361	0%	60.23%
ROA	7.53%	0.0757	0.54%	35.78%
Cashratio	3.99%	0.0318	0.0004%	15.50%
LNTA	19.48	2.599	11.32	23.24
LNCFO	16.41	2.776	7.6	20.73
Targetlisted	24%	0.434	0	1

Источник: составлено автором

3.2. Построение регрессионной модели для CAR [-1,+1]

Следующим шагом было построение регрессионных моделей для накопленных избыточных доходностей на разных окнах события: [-1,+1]; [-5,+5]. Первая модель была построена для накопленной избыточной доходности за трехдневный период [-1,+1]. Для выявления наиболее значимой регрессионной модели был построен ряд регрессий с зависимой переменной CAR [-1,+1] и различными контрольными переменными. Наиболее значимой оказалась базовая модель, в которую в качестве контрольных переменных были включены такие финансовые показатели как операционная прибыль и рентабельность активов (приложение 2). Затем базовая регрессионная модель была расширена: в нее был добавлен набор факторов корпоративного управления. Построенная регрессия имеет следующий вид:

$$CAR3 = \alpha + \beta_1 ROA + \beta_2 LNCFO + \beta_3 B_{size} + \beta_4 B_{ind} + \beta_5 B_{age} + \beta_6 B_{busy} + \varepsilon_t, \text{ где}$$

α -константа

CAR3 – накопленная избыточная доходность на окне события [-1,+1]

$\beta_1 - \beta_6$ - коэффициенты при контрольных переменных и факторах корпоративного управления

ROA-показатель рентабельности активов фирмы за предыдущий квартал до объявления о сделке M&A

LNCFO-показатель операционной прибыли за прошлый год относительно объявления о сделке M&A

B_size- размер Совета директоров поглощаемой компании

B_ind – доля независимых директоров в совете поглощаемой компании

B_age – средний возраст членов Совета директоров поглощаемой компании

B_busy – доля занятых директоров в совете поглощаемой компании

ε_t -нормально распределенная случайная ошибка

Данные по оценке параметров построенной регрессии представлены в таблице ниже, а также в приложении 3. Сама регрессионная модель является значимой на 5% уровне значимости. Кроме того, была проведена проверка на наличие мультиколлинеарности (приложение 4). Зависимость между факторами регрессионной модели не была выявлена.

Таблица 9

Оценка параметров регрессии для CAR [-1,+1]

Уровень значимости по F-критерию	4,45%
R ²	26,09%
Переменная	Коэффициент
ROA**	0.0825796
LNCFO**	0.0028355

B_size	-0.0182629
B_ind	0.0138881
B_age	-0.0000281
B_busy**	-0.0213882
**-значимость на уровне 5%; *-значимость на уровне 10%	
<i>Источник: расчеты в Stata</i>	

Источник: составлено автором

3.3. Построение регрессионной модели для CAR [-5,+5]

Следующей построенной моделью была регрессионная модель, в которой в качестве зависимой переменной была взята накопленная избыточная доходность на 11-дневном окне события. Как и для предыдущей модели был проведен анализ взаимосвязи с различными контрольными переменными: наиболее значимой оказалась взаимосвязь CAR [-5,+5] с показателем долговой нагрузки, а также с показателем присутствия компании-мишени на бирже (приложение 5). Затем базовая регрессионная модель была расширена: в нее был добавлен набор факторов корпоративного управления. Построенная регрессия имеет следующий вид:

$$CAR_{11} = \alpha + \beta_1 Leverage + \beta_2 Targetlisted + \beta_3 B_{size} + \beta_4 B_{ind} + \beta_5 B_{age} + \beta_6 B_{busy} + \varepsilon_t,$$

где

α -константа

CAR11 – накопленная избыточная доходность на окне события [-5,+5]

$\beta_1 - \beta_6$ - коэффициенты при контрольных переменных и факторах корпоративного управления

Leverage-показатель долговой нагрузки за предыдущий квартал до объявления о сделке M&A

Targetlisted- бинарная переменная, отвечающая за присутствие компании-мишени на бирже

B_size- размер Совета директоров поглощаемой компании

B_ind – доля независимых директоров в совете поглощаемой компании

B_age – средний возраст членов Совета директоров поглощаемой компании

B_busy – доля занятых директоров в совете поглощаемой компании

ε_t -нормально распределенная случайная ошибка

Данные по оценке параметров построенной регрессии представлены в таблице ниже, а также в приложении 6. Сама регрессионная модель является значимой на 10% уровне значимости. Кроме того, была проведена проверка на наличие мультиколлинеарности (приложение 4). Зависимость между факторами регрессионной модели не была выявлена.

Оценка параметров регрессии для CAR [-5,+5]

Уровень значимости по F-критерию	6,9%
R ²	23,38%
Переменная	Коэффициент
Targetlisted**	-0.0450346
Leverage	0.0561493
B_size	0.0448116
B_ind*	0.1083195
B_age	0.0003855
B_busy	0.0088321
**-значимость на уровне 5%; *-значимость на уровне 10%	
<i>Источник: расчеты в Stata</i>	

Источник: составлено автором

3.4. Анализ полученных результатов

Первым шагом при анализе полученных результатов является обоснование полученной значимости самих регрессионных моделей. Так, для накопленной избыточной доходности на трехдневном окне события наиболее значимой стала регрессионная модель, где в качестве контрольных переменных выступили показатели рентабельности активов и операционной прибыли (5% уровень значимости). Это может быть связано с тем, что инсайдерская информация о сделке, проникающая на рынок ближе к дате объявления сделки, в основном связана с основной деятельностью фирмы или действиями менеджмента, от которого и зависит ее эффективность. Стоит также отметить, что данная информация часто носит не вполне позитивный характер, что приводит к отрицательной оценке заключаемой сделки рынком (средняя CAR на данном окне события составила -0.00727%). Кроме того, была подтверждена на 5% уровне значимости обоснованная ранее положительная взаимосвязь как между показателями накопленной избыточной доходности и рентабельности активов, так и между операционной прибылью и накопленной избыточной доходностью.

Для второй модели, где в качестве зависимой переменной берется накопленная избыточная доходность на окне события [-5,+5], наиболее значимой является модель с уровнем долговой нагрузки и показателем присутствия компании-мишени на бирже (10% уровень значимости). Показатель долговой нагрузки является базовым показателем, используемым при оценке результативности сделки M&A и приобретающим свой вес на

более длинных окнах события. Показатель присутствия компании-мишени на бирже, являясь базовой характеристикой сделки M&A, также вносит значимость в модели для CAR, накопленных на более длительных окнах события. Если показатель долговой нагрузки является незначимым, то показатель присутствия компании-мишени на бирже является значимым и может быть проинтерпретирован. Существуют различия в уровне накопленной избыточной доходности для публичных и частных компаний-мишеней: так, CAR [-5,+5] у компаний, поглощающих публичные компании-мишени, на 4,5% меньше в среднем при прочих равных накопленной избыточной доходности компаний, поглощающих частные компании. Такой результат подтверждает сделанный при описании контрольных переменных вывод, который согласуется с работами многих зарубежных авторов [Fuller et al., 2002; Faccio et al., 2006].

Вторым шагом является обоснование результатов по значимым факторам корпоративного управления и их сопоставление с выдвинутыми ранее гипотезами. В модели для CAR [-1, +1] значимым на 5% уровне стал такой фактор корпоративного управления как занятость Совета директоров. Так как данная переменная была введена в модель в качестве бинарной, то мы можем интерпретировать полученный результат следующим образом: существуют различия в уровне накопленной на трехдневном окне события доходности для компаний с занятым и незанятым Советом директоров. Для компаний с занятым Советом директоров CAR [-1, +1] в среднем при прочих равных на 1,54% меньше, чем для компаний с незанятым Советом директоров. Значимым на 10% уровне в модели для CAR [-5, +5] стал фактор, характеризующий долю независимых директоров в совете поглощающей компании. Интерпретация может быть сделана следующая: при увеличении доли независимых членов Совета директоров поглощающей компании на 1%, CAR [-5, +5] увеличивается на 10.8% в среднем при прочих равных. Таким образом, были приняты следующие гипотезы:

- Гипотеза об отрицательной взаимосвязи между занятым Советом директоров поглощающей компании и результативностью сделок M&A
- Гипотеза о положительной взаимосвязи между долей независимых директоров в совете поглощающей компании и результативностью сделок M&A

Две другие выдвинутые гипотезы о нелинейной взаимосвязи между размером Совета директоров поглощающей компании и результативностью сделок M&A, а также о положительной взаимосвязи между средним возрастом членов Совета директоров поглощающей компании и результативностью сделок M&A не можем ни принять, ни отклонить ввиду незначимости результатов по данным переменным.

3.5. Обсуждение полученных результатов с управленческими приложениями

Далее будут рассмотрены принятые гипотезы в контексте возможных управленческих приложений. Во-первых, была принята гипотеза о положительной взаимосвязи между долей независимых директоров в совете поглощающей фирмы и результативностью сделок M&A. Полученный результат говорит о том, что независимый директор действительно вносит свой особый положительный вклад в процесс проведения сделок по слиянию и поглощению:

- По сравнению с директорами, связанными с обществом, его существенными акционерами, контрагентами или конкурентами, независимый директор более эффективно выполняет функцию “мониторинга”, заключающуюся в осуществлении контроля над деятельностью менеджмента фирмы. Причинами этому могут являться меньшая вовлеченность независимых директоров в ежедневную рутинную деятельность компании и, следовательно, концентрация на своих ключевых вопросах и задачах, а также присущая им независимость от влияния CEO.
- Следствием несвязанности независимого директора с CEO иерархической зависимостью и его эффективного контроля над действиями менеджмента является смягчение агентской проблемы и создание ценности для акционеров.
- Более объективны при оценивании затрат и выгод будущей сделки M&A. Это присущее независимым членам Совета директоров качество позволяет смягчить самоуверенность менеджмента фирмы, сказывающуюся на размере выплачиваемой последнему премии в результате сделок по слиянию и поглощению.

Доказав значимость наличия независимых директоров в совете с целью заключения сделок M&A с высокой результативностью, стоит адаптировать этот вывод к российским практикам организации корпоративного управления. Стоит отметить, что здесь в целом речь пойдет не о количественном увеличении независимых директоров в совете, а о переосмыслении их роли в данном органе управления. По данным агентства PricewaterhouseCoopers за 2015 год независимые директора в среднем формируют 36% состава Совета директоров; в 86% компаний в состав совета входят 2 или более независимых директора, а в четверти компаний Совет директоров как минимум наполовину состоит из независимых директоров.²⁷ Такой результат подтверждается и описательной

²⁷ Дубовицкая Е., Корпоративное управление в российских публичных компаниях [Электронный ресурс] // PWC. – 2015. – Т. 2, №1. - URL: www.pwc.ru/governance-risk-compliance

статистикой, представленной в данной работе: в состав Совета директоров российских компаний, представленных в выборке, в среднем входит 30.99% независимых директоров. На основе представленных статистических данных можно сделать вывод о том, что осознание необходимости включения независимых директоров в состав совета в определенном количестве выше минимального уровня уже пришло на российский рынок, однако еще необходимо работать над мотивацией к использованию этого механизма.

Российские публичные компании, включая в свой состав Совета директоров независимых членов, руководствуются следующими мотивами: наличие ожиданий относительно защиты интересов определенных групп акционеров, выдвинувших того или иного кандидата; потребность во внешних инвестициях, в том числе зарубежных; мотив создания положительного имиджа организации за счет включения в ее Совет директоров опытных и представительных независимых членов. Статус последних (например, посол западной страны, лорд, высокопоставленный менеджер финансового института и другие) создает должный позитивный образ для фирмы на рынке, как российском, так и международном.²⁸ Потребность в хорошей репутации на международном рынке обуславливается распространенным среди российских компаний в наши дни поиском финансовой поддержки у зарубежных инвесторов. Более конкретной рекомендацией в области привлекательности для зарубежных инвесторов является наличие не менее 3 независимых директоров в компании (пункт 2.2.3. глава 3 Кодекса корпоративного поведения). Это требование выполняется 90% российских компаний, выходящими на иностранные биржи.²⁹ Таким образом, в настоящее время при отборе кандидатов в Советы директоров российских компаний все большую роль играет ни управленческий опыт кандидата и его желание глубоко вникнуть в дела компании, а факторы, связанные с его статусом и отношением к определенной группе акционеров, государственных органов и политической элите. Процесс нарушенной системы корректного отбора кандидатов подрывает истинное предназначение наличия независимых членов в Совете директоров и искажает понимание их роли в его структуре.

Во-вторых, была также принята гипотеза об отрицательной взаимосвязи между занятым Советом директоров поглощающей компании и результативностью сделок M&A. Такой результат свидетельствует о том, что зависимые директора, занимая должности в трех и более советах, распыляют свое внимание на множество задач в различных компаниях, вследствие чего не могут сфокусироваться на конкретной сделке M&A и дать ей

²⁸ Беликов И., Зачем нужны внешние директора? [Электронный ресурс] // Управление персоналом. – 2012. – Т. 2, №1. - URL: <http://www.top-personal.ru/issue.html?410> (дата обращения: 05.04.2017).

корректную оценку. Иными словами, время в занятом Совете директоров выступает в качестве чрезвычайно ограниченного ресурса, затрудняя качественное принятие решений его членами, в том числе и в области сделок по слиянию и поглощению. Таким образом, российским компаниям необходимо по возможности избегать занятого Совета директоров с долей занятых директоров выше 50%. А при наличии все же некоторого количества занятых директоров в совете, приносящих в его работу обеспечение определенным набором ресурсов и связей, необходимо максимально эффективно организовать их работу для минимизации временных издержек. Недостаток же связей и ресурсов у незанятых директоров, на который ссылается большинство сторонников занятого Совета директоров в компании, также нужно восполнить при наличии такой необходимости. В качестве возможных вариантов восполнения пробелов в данной области можно рассмотреть организацию специальных тренингов по “нетворкингу”, активное участие в различных конференциях и дискуссиях, связанных с интересами деятельности компании, а также постоянный обмен накопленным опытом и знаниями с директорами и работниками из смежных сфер и сфер интересов компании.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Основная цель данной работы состояла в выявлении взаимосвязи между показателями корпоративного управления и результативностью сделок по слияниям и поглощениям. Для достижения цели был выдвинут ряд задач, в который входили анализ понятий корпоративного управления и его основных механизмов, понятия сделок слияния и поглощения, исследование, выявляющее характер взаимосвязи между основными факторами корпоративного управления и результативностью сделок слияния и поглощения, а также предоставление рекомендаций акционерам фирм, их членам Совета директоров, топ-менеджменту компании и ее иным заинтересованным сторонам относительно состава и организации работы Совета директоров для заключения более успешных сделок M&A.

На основе анализа основных характеристик Совета директоров (размера СД, доли независимых директоров, занятого СД и среднего возраста его членов) в контексте сделок M&A были выдвинуты четыре гипотезы о направлении взаимосвязи между данными характеристиками и результативностью сделок по слияниям и поглощениям. Для проверки выдвинутых гипотез была сформирована выборка из 53 сделок M&A в России, заключенных с 2010 по 2016 года. Далее было проведено двухшаговое исследование: на первом шаге с помощью метода event-study были получены накопленные избыточные доходности компаний-поглотителей как показатели результативности сделок M&A; на втором шаге строились регрессионные модели для принятия или отклонения выдвинутых ранее гипотез. В итоге, были получены две значимые на 10% уровне регрессионные модели, позволяющие принять следующие гипотезы: гипотезу о положительной взаимосвязи между долей независимых директоров в совете поглощающей фирмы и результативностью сделок M&A и гипотезу об отрицательной взаимосвязи между занятым Советом директоров поглощающей компании и результативностью сделок M&A. Стоит также отметить, что в ходе работы, не были ни приняты ни отклонены гипотезы о нелинейной взаимосвязи между размером Совета директоров поглощающей компании и результативностью сделок M&A, а также о положительной взаимосвязи между средним возрастом членов Совета директоров поглощающей компании и результативностью сделок M&A. Такой результат оставляет простор для продолжения исследования в данной области.

Принятые гипотезы были затем рассмотрены в контексте управленческих приложений. Так, было порекомендовано наладить систему корректного отбора независимых кандидатов в Совет директоров российских компаний, переосмыслив понимание их роли в структуре данного органа управления. Кроме того, стоит обратить внимание на то, что

российским компаниям необходимо по возможности избегать занятого Совета директоров с долей занятых директоров выше 50%. А при наличии все же некоторого количества занятых директоров в совете, приносящих в его работу обеспечение определенным набором ресурсов и связей, необходимо максимально эффективно организовать их работу для минимизации временных издержек. Данные рекомендации могут быть полезны в первую очередь акционерам компании, которые непосредственно участвуют в отборе кандидатов в Совет директоров. Кроме того, данные рекомендации могут быть также полезны топ-менеджменту компаний для обеспечения более эффективных коммуникаций между обеими сторонами, а также самим членам Совета директоров, которые должны четко понимать свои обязанности, полномочия и роль, которую они играют в принятии решений.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Березинец, И.В. Структура Совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ / И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, А.Д. Черкасская // Вестник СПбГУ. – 2013 - №2. – Режим доступа: <http://www.vestnikmanagement.spbu.ru/archive/pdf/727.pdf>
2. Березинец И.В. Реакция российского фондового рынка на объявления о выплате дивидендов: эмпирическое исследование / И.В. Березинец, Л.А. Булатова, Ю.Б. Ильина, М.В. Смирнов // Вестник СПбГУ. – 2015 - №1. – Режим доступа: <http://www.vestnikmanagement.spbu.ru/archive/pdf/641.pdf>
3. Бухвалов, А.В. Корпоративное управление: вводный курс / А.В. Бухвалов, М.В. Смирнов. - 2-е изд. – СПб.: Питер, 2012. – 185 с.
4. Варнавская, Н.А. Как не подавиться при поглощении [Электронный ресурс] // Коммерсант. – 2012. – Т. 2, №1. – СПб.: Коммерсант, 1990-2017. – Режим доступа: <http://kommersant.ru/doc/1284536> (дата обращения: 15.03.2017).
5. Гохан, П. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса: пер. с англ. / П. Гохан. -М., 2015. – 1220 с.
6. Григорьева, С.А. Влияние сделок слияний и поглощений в финансовом секторе на стоимость компаний-покупателей на развивающихся рынках капитала / С.А. Григорьева, А.Ю. Гринченко // Корпоративные Финансы. - 2013. - № 4. – С. 63-81.
7. Загребельная Н.С. Мировой и российский рынок слияний и поглощений [Электронный ресурс] // Вестник МГИМО. – 2015. - № 2. – Режим доступа: <http://www.vestnik.mgimo.ru/en/sites> (дата обращения: 01.04.2017).
8. Игнатишин, Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы: - СПб.: Питер, 2005. – 208 с.
9. Модели корпоративного управления [Электронный ресурс] // Вестник ICC, 2011-2017. – Режим доступа: <http://www.iccwbo.ru/blog/2016/modeli-korporativnogo-upravleniya> (дата обращения: 06.03.2017)
10. Корпоративное управление в России [Электронный ресурс] // Ведомости., 2012.-. – Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/management/articles/2016/04/06/636572-korporativnoe-upravlenie> - Загл. с экрана. (дата обращения: 24.04.17).
11. Рид, С.Ф. Искусство слияний и поглощений / С.Ф.Рид, А.Р. Лаже - 3-е изд. - М., 2011. 958 с.
12. Рынок слияний и поглощений в 2015 году [Электронный ресурс] // Вестник KPMG, 2000-2017. – Режим доступа: <https://home.kpmg.com/ru/ru/home/insights.html> (дата обращения: 02.04.2017)

13. Bauguess, S. Protective governance choices and the value of acquisition activity / S. Bauguess M. Stegemoller // *Journal of Corporate Finance*. – 2008. – Vol. 14, N 2. – P. 550–566.
14. Baysinger, B. D. Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition / B.D. Baysinger, H.N. Butler // *Journal of Law Economics and Organization*. – 1985. – Vol. 1, N 3 – P. 101–124.
15. Ben-Amar, W. CEO attributes, board composition, and acquirer value creation / W. Ben-Amar A. Boujenoui, C. Francoeur // *Canadian Journal of Administrative Sciences*. – 2012. – Vol. 28, N 4 – P. 480–492.
16. Carline, N. Operating performance changes associated with corporate mergers and the role of corporate governance / N. F. Carline, S.C. Linn, P.K. Yadav // *Journal of Banking & Finance*. – 2009. – Vol. 33, N 10 – P. 1829–1841.
17. Coles, J. Boards: Does one size fit all / J.L. Coles, N.D. Daniel, L. Naveen // *Journal of Financial Economics*. – 2008. – Vol. 87, N 2 – P. 329–356.
18. Duchin, R. When are outside directors effective? / R. Duchin, J.G. Matsusaka, O. Ozbas // *Journal of Financial Economics*. – 2010. – Vol. 96, N 2 – P. 195–214.
19. Heron, R. Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers / R. Heron, E. Lie // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2002. – Vol.3, N 2 – P. 137–156.
20. Jensen, M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems / M.C. Jensen // *The Journal of Finance*. – 1993. – Vol. 48, N 3 – P. 831–880.
21. Kolasinski, A. Can strong boards and trading their own firm's stock help CEOs make better decisions? Evidence from acquisitions by overconfident CEOs / A.C. Kolasinski, X. Li // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2013. – Vol. 48, N 4 – P. 1173–1206.
22. KPMG Governance, Regulatory & Compliance // KPMG: сайт. 2016. – [Электронный ресурс] / Режим доступа: <https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/advisory/risk-consulting/internal-audit-risk/governance-regulatory-compliance.html> /свободный (дата обращения: 17.04.17)
23. Mantravadi, P. Relative Size in Mergers and Operating Performance: Indian Experience / P. Mantravadi, A. Reddy // *Working Paper Series*. – 2008. – Vol.12, N 3 – P. 14–56.
24. Masulis, R. Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market / R.W. Masulis, S. Mobbs // *Journal of Finance*. – 2011. – Vol. 66, N 3 – P. 823–872.
25. Masulis R. Corporate Governance and Acquirer Returns / R. Masulis, C. Wang, F. Xie F // *The Journal of Finance*. – 2009. – Vol. 62, N 4 – P. 1851–1889.
26. Mkrtchyan, A. Essays in corporate finance. Ph.D dissertation. The Pennsylvania State University

- / A. Mkrtchyan // Journal of Finance. – 2013. – Vol. 4, N 3 - P. 324-356.
27. Morck, R. Do managerial objectives drive bad acquisitions? / R. Morck, A. Shleifer, R. Vishny // Journal of Finance. – 1990. – Vol. 5, N 1 – P. 123-156.
 28. Mueller, D. A theory of conglomerate mergers / D. Mueller // Quarterly Journal of Economics. – 1969. – Vol. 83, N 4 – P. 643–659.
 29. Lang, L. Managerial performance, Tobin's q, and the gains from successful tender offers / L. H. Lang, R. M. Stulz, R. A. Walkling / Journal of Financial Economics. – 1989. – Vol. 24, N 1 – P. 137–154.
 30. Neelam R. The Role of Corporate Governance on Financial Performance Changes Associated with Mergers and Acquisitions / R. Neelam Rani, S. Surendra, P. K. Jain // The Journal of Finance. – 2008. – Vol. 49, N 2 – P. 851–889.
 31. Pfeffer J. The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective / J. Pfeffer, G. Salancik // N.Y.: Harper & Row. – 1978. – Vol. 35, N 1 – P. 42-67
 32. PwC. Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях. – октябрь 2012. – Москва // [Электронный ресурс] / Режим доступа: http://www.pwc.ru/en_RU/ru/boardsurvey/assets/e-nomination_survey_rus.pdf. – Загл. с экрана (дата обращения: 01.05.2017)
 33. Raheja, C. Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards / C. G. Raheja // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2005. - Vol. 40, N 2 – P. 283–306.
 34. Raluca G. Study on correlation between CEO duality and corporate performance of companies listed on the Bucharest stock exchange / Raluca G. Journal of social and economic statistics. – 2015. - Vol. 4, N 1, P. 455-503.
 35. Ramaswamy, K. Firm Financial Performance Following Mergers / K. Ramaswamy, J. Waageleir // Review of Quantitative Finance and Accounting. – 2014. – Vol. 20, N 1 – P. 115-126.
 36. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers / R. Roll // Journal of Business. - 1986. – Vol. 5, N 2, P. 197- 216.
 37. Swanstrom, M. Corporate governance and the abnormal returns to acquisition announcements / M. Swanstrom // Journal of Business Strategies. – 2006. – Vol. 23, N 2 – P. 115-129.
 38. Tse, T. Wealth Effect of Takeovers in Merger Activity Eras: Empirical Evidence from the UK / T. Tse, K. Soufani // International Journal of Economics of Business. – 2001. – Vol. 8, N 3 – P. 365-377.

39. Yong L. Performance of Mergers and Acquisitions under Corporate Governance Perspective / L.Yong, W. Yongqing Wang // Open Journal of Social Sciences. - 2013. - Vol.1, N 6 – P. 17-25.
40. Zou X. Mergers and Acquisitions of China Companies: Role of Corporate governance / X. Zou // Working paper, National University of Singapore. – 2008. – Vol. 1, N 5 – P. 324 – 403.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1 Сделки М&А, вошедшие в выборку

Номер сделки:	Компания-поглотитель:	Компания-мишень:	Дата объявления сделки:
1	ПАО “Роснефть”	АО “Таргин”	30/12/16
2	ПАО “Московский кредитный банк”	ООО “Банк Сберегательного Кредитного Сервиса”	08/08/16
3	ПАО “Банк ВТБ”	ПАО “Талс-девелопмент”	10/05/16
4	ПАО “Банк Открытие”	ООО “Рокет”	12/04/16
5	ПАО “Вторая генерическая компания оптового рынка электроэнергии”	ООО “Огк-Инвестпроект”	16/03/16
6	ОАО “Мобильные телесистемы”	ЗАО “Энвижн груп”	17/07/15
7	ПАО “Банк Открытие”	ОАО “Банк Петрокоммерц”	17/06/15
8	ПАО “Трубная металлургическая компания”	ООО “Черметсервис-снабжение”	12/02/15
9	ОАО АФК “Система”	ОАО “Интеллект Телеком”	26/01/15
10	ОАО “РБК”	ЗАО “Публичная библиотека”	17/12/14
11	ОАО “Норильский никель”	ОАО “Норильскгазпром”	16/12/14
12	ОАО “РБК”	ООО “Эдлайн”	08/09/14
13	ОАО “Банк ВТБ”	ОАО “Банк Москвы”	04/09/14
14	ОАО “Дальневосточная энергетическая компания”	ООО “Энергокомфорт”	31/07/14
15	ОАО “Ютэйр”	ООО “Ютэйр-финанс”	10/07/14
16	ОАО “Газпромнефть”	ООО “Газпромнефтьшельф”	19/05/14
17	ОАО “Ютэйр”	ООО “Ютэйр-экспресс”	08/05/14
18	ОАО АФК “Система”	ЗАО “Бизнес-недвижимость”	02/04/14
19	ОАО “Башнефть”	ООО “Бурнефтегаз”	27/03/14
20	ОАО “Московская объединенная энергетическая компания”	ООО “МОЭК”	27/03/14
21	ОАО АФК “Система”	ЗАО “РВС”	26/02/14
22	ОАО “Мегафон”	ЗАО “Смартс-Волгоград”	14/02/14
23	ОАО АФК “Система”	ЗАО “Бизнес-недвижимость”	27/12/13

24	ОАО "Ростелеком"	ЗАО "Скайлинк"	13/12/13
25	ОАО "Банк ВТБ"	ООО "Петербург Сити"	03/12/13
26	ОАО "Ростелеком"	ОАО "Центральный телеграф"	01/11/13
27	ОАО АФК "Система"	ООО "Башнефть Сервисные активы"	01/10/13
28	ОАО "Роснефть"	ОАО "Алроса-Газ"	27/09/13
29	ОАО "Ростелеком"	ОАО "Мостелеком"	05/09/13
30	ОАО "НЛМК"	ЗАО "Уралметаллургстрой"	15/08/13
31	ОАО "Мегафон"	ЗАО "Синтерра Медиа"	02/08/13
32	ОАО "Таттелеком"	ЗАО "Смартс-Казань"	12/07/13
33	ОАО "Роснефть"	ООО "Базовый Авиатопливный Оператор"	31/05/13
34	ОАО "Газпром"	ОАО "Камчатгазпром"	30/05/13
35	ОАО "НЛМК"	ОАО "Нижнесергинский метизно- металлургический завод"	08/02/13
36	ОАО "Мобильные телесистемы"	ЗАО "КР-1"	16/01/13
37	ОАО АФК "Система"	ООО "Финансовый Альянс"	28/12/12
38	ОАО "Сбербанк"	ЗАО "Рублево- Архангельское"	20/07/12
39	ОАО "Черкизово"	ООО "Воронежмясопром"	13/06/12
40	ОАО "МОЭК"	ОАО "Московская Теплосетевая компания"	01/06/12
41	ОАО "Галс- девелопмент"	ОАО "Стройпромобъект"	19/04/12
42	ОАО "Аэрофлот"	ОАО "Авиакомпания Сахалинские Авиатрассы"	18/04/12
43	ОАО "Роснефть"	ООО "ЦСКА"	01/11/2011
44	ОАО "Сбербанк"	ООО "Альянс Лайф"	17/10/2011
45	ОАО "Останкинский мясоперерабатывающий комбинат"	ОАО "Мосмясопром"	21/07/11
46	ОАО "Норильский Никель"	ЗАО "Нордавиа"	09/06/11
47	ОАО "Ростелеком"	ОАО "Башинформсвязь"	03/06/11
48	ОАО "Сбербанк"	ЗАО "Тройка диалог"	25/05/11
49	ОАО "Вторая генерическая компания оптового рынка электроэнергии"	ОАО "Шестая генерическая компания оптового рынка электроэнергии"	26/04/11
50	ОАО "Магнит"	ООО "Тандер"	26/04/11
51	ОАО "Камчатскэнерго"	ОАО "Камчатскэнергоремонт"	03/03/11

52	ОАО “Новатэк”	ОАО “Сибирская нефтегазовая компания”	17/02/11
53	ОАО “Мобильные телесистемы”	ООО “Система телекоммуникации, информатики и связи”	15/11/2010

Приложение 2 Оценка параметров регрессии 1

```
. reg CAR3 ROA LNCFO
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 47		
Model	.002371571	2	.001185786	F(2, 44) = 3.27		
Residual	.015978689	44	.000363152	Prob > F = 0.0476		
Total	.01835026	46	.000398919	R-squared = 0.1292		
				Adj R-squared = 0.0897		
				Root MSE = .01906		

CAR3	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ROA	.0758376	.0368204	2.06	0.045	.001631	.1500441
LNCFO	.0018081	.0010211	1.77	0.084	-.0002497	.0038659
_cons	-.037754	.0175763	-2.15	0.037	-.0731768	-.0023312

Приложение 3 Оценка параметров регрессии 2

```
. reg CAR3 LNCFO ROA B_size B_busy1 B_ind B_age
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	47
Model	.00511561	6	.000852602	F(6, 40) =	2.58
Residual	.01323465	40	.000330866	Prob > F =	0.0332
				R-squared =	0.2788
				Adj R-squared =	0.1706
Total	.01835026	46	.000398919	Root MSE =	.01819

CAR3	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNCFO	.0034574	.0012443	2.78	0.008	.0009425	.0059723
ROA	.0921882	.0364869	2.53	0.016	.0184454	.165931
B_size	-.0226135	.0119237	-1.90	0.065	-.0467121	.0014851
B_busy1	-.0154531	.0064703	-2.39	0.022	-.0285301	-.0023761
B_ind	.015206	.017418	0.87	0.388	-.0199972	.0504092
B_age	-.0001584	.0005286	-0.30	0.766	-.0012268	.00091
_cons	-.0023413	.0330545	-0.07	0.944	-.0691469	.0644644

Приложение 4 Тест на мультиколлинеарность

. vif

Variable	VIF	1/VIF
B_age	1.70	0.589817
LNCFO	1.66	0.602815
B_busy1	1.49	0.672913
B_ind	1.41	0.710956
B_size	1.25	0.797063
ROA	1.10	0.911722
Mean VIF	1.43	

.

Variable	VIF	1/VIF
B_age	1.44	0.693761
B_ind	1.27	0.784362
B_busy1	1.18	0.849307
Leverage	1.16	0.861551
B_size	1.07	0.937373
Targetlisted	1.06	0.940995
Mean VIF	1.20	

.

Приложение 5 Оценка параметров регрессии 3

. reg CAR11 Targetlisted Leverage

Source	SS	df	MS	Number of obs =	49
Model	.026405238	2	.013202619	F(2, 46) =	2.92
Residual	.208204917	46	.004526194	Prob > F =	0.0642
Total	.234610155	48	.004887712	R-squared =	0.1125
				Adj R-squared =	0.0740
				Root MSE =	.06728

CAR11	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Targetlisted	-.046807	.022468	-2.08	0.043	-.0920328	-.0015813
Leverage	.0719093	.0717391	1.00	0.321	-.072494	.2163126
_cons	-.0038037	.0226919	-0.17	0.868	-.0494802	.0418728

Приложение 6 Оценка параметров регрессии 4

```
. reg CAR11 Targetlisted Leverage B_size B_ind B_busy1 B_age
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	49
Model	.054875868	6	.009145978	F(6, 42) =	2.14
Residual	.179734287	42	.004279388	Prob > F =	0.0689
Total	.234610155	48	.004887712	R-squared =	0.2339
				Adj R-squared =	0.1245
				Root MSE =	.06542

CAR11	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Targetlisted	-.0452054	.0224029	-2.02	0.050	-.0904163	5.39e-06
Leverage	.0556698	.0747564	0.74	0.461	-.0951948	.2065344
B_size	.0455505	.0393998	1.16	0.254	-.0339614	.1250625
B_ind	.1075178	.0568613	1.89	0.066	-.007233	.2222686
B_busy1	.0055182	.0202853	0.27	0.787	-.0354192	.0464555
B_age	.0004043	.0017281	0.23	0.816	-.0030831	.0038917
_cons	-.1625152	.115523	-1.41	0.167	-.3956501	.0706196